全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球NO.1的期权图书作者倾力打造

Options Trading for the Conservative Investor

保守型 Options

只提高收益，不提高风险

Increasing Profits, Without Increasing Your Risk

投资者的期权交易策略

（美）迈克尔 C.托姆塞特（Michael C.Thomsett）著

张必珍 曹胜 钟金传\主译

在动荡不安的市场下跌周期里，
帮你有效保护头寸和账面利润！



劳伦斯 G.麦克米伦（Lawrence G.McMillan）郑重推荐：

“每一位思想开明的保守型投资者都应该阅读这本书！”

机械工业出版社
China Machine Press

FT Press
FINANCIAL TIMES

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球NO.1的期权图书作者倾力打造

保守型投资者的期权交易策略

Options

只提高收益，不提高风险

（美）迈克尔 C.托姆塞特（Michael C.Thomsett）著
张必珍 曹胜 钟金传 主译

在动荡不安的市场下跌周期里，
帮你有效保护头寸和账面利润！

劳伦斯 G.麦克米伦（Lawrence G.McMillan）郑重推荐：
“每一位思想开明的保守型投资者都应该阅读这本书！”



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球NO.1期权作者——迈克尔C. 托姆塞特教给您只提高收益、不提高风险的投资方法。这听起来有点儿像天方夜谭？不要着急下结论，看完本书后，您自会有分晓！本书是一本指导性图书，手把手地教您入门期权交易，没有教材的繁复，读来轻松易懂。本书更是一本实用的期权交易手册，其宗旨不在于完善地阐释期权原理，而在于教会您在实际投资中非常实用的期权交易策略。本书是保守型投资者的福音，如果您是追求暴利的激进型投资者，请远离本书，本书的策略不为您而设。同时本书要告诫那些激进型投资者，期权并不仅仅是获得暴利的工具，不要只关注它的杠杆效应。

本书适用于任何有经验的专业投资者，即使你毫无期权交易经验。本书将一步步引导你进入期权交易的殿堂！

Authorized translation from the English language edition, entitled OPTIONS TRADING FOR THE CONSERVATIVE INVESTOR: INCREASING PROFITS WITHOUT INCREASING YOUR RISK, 1st Edition, 0131497855 by THOMSETT, MICHAEL C., published by Pearson Education, Inc., publishing as Financial Times Prentice Hall, Copyright © 2005 Pearson Education, Inc.

All right reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and China Machine Press Copyright © 2009.

版权所有，侵权必究。

本书版权登记号：图字：01-2007-2275

图书在版编目（CIP）数据

保守型投资者的期权交易策略：只提高收益，不提高风险/（美）托姆塞特（Thomsett, M. C.）著；张必珍，曹胜，钟金传主译．—北京：机械工业出版社，2009.3

ISBN 978-7-111-26502-3

Ⅰ. 保… Ⅱ. ①托…②张…③曹…④钟… Ⅲ. 期货交易-基本知识 Ⅳ. F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第034536号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号 邮政编码100037）
策划编辑：王 峰 侯振锋 责任编辑：隋兰兰 责任校对：侯 灵
封面设计：任燕飞 责任印制：洪汉军
三河市国英印务有限公司印刷
2009年3月第1版第1次印刷
170mm×242mm · 13.5印张 · 1插页 · 215千字
标准书号：ISBN 978-7-111-26502-3
定价：38.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
销售服务热线电话：(010)68326294
购书热线电话：(010)88379639 88379641 88379643
编辑热线电话：(010)88379001
封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

为《保守型投资者的期权交易策略》一书作序，我心欣然。该书译者在我国期货投资领域从业多年，选择在投资领域享有美誉的迈克尔 C. 托姆塞特（Michael C. Thomsett）的著述出版，可使其类“工程技术”的行业术语变为读者群可“啃啮”的“熟食”产品。相信读者能从作者和译者的共同贡献中获得“锁定风险式”的阅读报酬。

在一般宏观意义上，投资报酬率高，收入增加速度快；收入增加速度越快，消费和储蓄的宏观需求管理越易于权衡；宏观需求管理回旋余地越大，经济增长的可能速度越快且可持续。但是，宏观意义上整体投资报酬率高必须与微观意义上不增加风险条件下增加收益的要求相契合，这似乎是一个“鱼与熊掌”都欲兼得的两难。期权及基于期权基础上的后续衍生产品及其相关市场群的发展为人类经济发展的上述难题解决提供了工具意义上的可操作流程，这是过去20年间泛金融产业群值得肯定的升级换代式进步（尽管最近的金融危机玷污了衍生产品作为工具的中性内涵）。

期权（option）是个生涩的舶来词，和100年前先贤将chemistry译为化学，将physics译为物理一样让当时的弟子们难以琢磨其含义。翻译本身是准确的。其实，超出行业术语，在经济哲学上，期权是个保险产品，一点不难理解。举一个日常生活中的例子，春节期间火车票需求猛增，火车票变得难买（供给不足），黑市上的火车票就可能涨价。这时，如果某个人及其朋友没有购票的门路，谁也不具备肯定买到车票的能力时，他们唯一的办法是多到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个窗口去排队（前提是不能用手机联系）。但是，当他们在几个窗口同时为某个朋友买到一个偏远到站的车票时，实际上对该车票的需求只有那个朋友一人：需求是一张票。总量供给不足，但是局部或者某个具体产品过剩，该产品在当天可能一文不值。这对于早先估计失误的购买者来说是个浪费，对整个经济也是损失（有的票卖出去没人坐）。如果在买票经济中事先设计一种制度，当某人不知道自己能够买几张票的时候，先用很小的成本买一种出具权益的“保单”，当买到多张票时，可以退掉多余的票，节省一大笔钱；当买到一张票时，不退票，损失的仅仅是很小的保单费用。这个保单就是火车票经济的“期权”产品。当然我们知道简单的退票制度就可以解决这个问题。但是，在复杂的市场经济中，当市场中的所有人都不知道那个“退票制度”的真谛的话，期权就是具有操作意义的工具选择。

在经济技术意义上，期权以其交易策略众多、手段技巧灵活、杠杆作用明显而具有独特的魅力。作为一种金融衍生品、一种风险管理的工具，期权本身是中性的，使用得当可以事半功倍，使用不当可能会伤及自身，这同原子能技术的中性工具特征相似。由张必珍、曹胜、钟金传等人主译的《保守型投资者的期权交易策略》一书，系统介绍了适合保守型投资者的期权交易策略，通俗易懂，风险可控，非常实用，堪称保守型投资者的利器。期权自推出之日，就以其独特的魅力在国际市场上得到迅猛发展。自 1973 年全球第一个期权交易所——芝加哥期权交易所成立以来，在短短的 30 余年时间里，成为国际市场上发展最快的衍生产品。期权品种从股票期权发展到了债券期权、商品期权、能源期权、股票指数期权、掉期期权、信用期权等。期权成交量也逐年迅速增长。2007 年，全球期权交易量达到 82.17 亿张，同比增长 24.88%，与前两年相比（10.79% 和 10.53%），增速提升。其中，成交量居首位的韩国交易所的 Kospi200 股指期权成交量增长 9.45%，达到 2642.68 百万张。

到目前为止，中国内地证券和期货市场仍无期权上市。在证券市场方面，为配合股改，2005 年 8 月 22 日，宝钢权证在上海证券交易所挂牌上市，即受到投资者大力追捧。权证交易所具有的做空机制、T+0 交易、做市商制度、到期履约等机制，基本具备了期权的特征。在某种意义上讲，权证就相当于证券现货市场的一只股票的期权。

在期货市场方面，大陆期货市场对期权研究已有 10 年的历史。早在 1995

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，郑州商品交易所就加入国际期权市场协会，并开始着手期权研究、宣传和培训。大连商品交易所为推进大豆期权制度研究，已初步完成了期权合约、交易规则、交易系统等设计。上海期货交易所一套齐集世界8大衍生品交易所优点的新交易系统上线运行，为更丰富的衍生品交易提供技术支持。中国金融期货交易所有计划在上市股指期货后不久，推出股票指数期权。

但是，今年下半年以来，美国因次贷问题而暴发了金融危机，进而引发了全球经济危机，由此，金融衍生品的功能遭到了强烈质疑。近年来，不少著名国企在国际金融衍生品交易中遭受重创的案例，更增添了对衍生品市场和结构性期权交易的疑问。不过，有研究表明，大到此次金融危机的暴发，小至上述企业的亏损，都是起因于不受监管的场外金融衍生品业务（主要是OTC产品）。次贷问题的重要原因包括对场外金融衍生品市场缺乏有效监管和实时集中清算，以及过度杠杆化交易。

场外金融衍生品（OTC）是指在交易所以外交易的金融衍生品，其交易不通过期货交易所进行交易，不通过清算所进行合约清算。场内市场与场外市场最大的区别在于，场内市场是有标准的合约并被监管，而场外交易往往是交易双方私下的协定。在此次暴发的金融危机中，包括期权在内的场内交易的金融衍生品，为投资者规避风险发挥了重要作用。

本书作者迈克尔C. 托姆塞特用简单通俗的语言和真实的案例系统介绍了适合保守型投资者的期权交易策略，包括：卖出精选股票的有保护性看涨期权策略（covered call writing on carefully selected stocks）；替代买入策略（contingent purchase strategies）；通过产生现金流而增加当前收入的组合策略（powerful combination strategies），等等。

本书介绍，期权可以强化投资策略保守性，可让保守型投资者无需抛售股票而保护或兑现股票账面盈利，提供了代替直接买入股票的另一种选择。例如，当一支股票价格短期大幅飙升，远离正常交易区间，预期短期将有回调。此时，可以卖出有保护看涨期权。如果股价确实回落，如果卖出的有保护看涨期权的敲定价格远高于市场预期的水平，那么即使履约，保守型投资者也能获得不错的股票投资收益。同样，保守型投资者可以买入看跌期权以保护股票头寸，实现账面盈利。另外，股价急剧下跌是买入良机，传统办法是买入更多的股票，不过在市场价格下跌之后，不能确定股价短期内会如何波动、是否会继续下跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等，因此很难下决心买入股票。替代的方法就是买入看涨期权，或者，更保险的办法就是卖出虚值看跌期权。不管采用哪种办法，都能使投资者以更低的价格买入股票，摊低买入股票平均成本，而且并不增加保守型投资者的资金风险。

本书认为，在能够降低市场风险的期权组合中，最为常见的两个投资策略就是卖出期权组合或卖出跨式期权组合，这些组合即使面临股价大幅下跌，也有措施帮助投资者脱离困境，从而降低保守型投资者面临的市场风险。利用本书介绍期权交易策略，保守型投资者可为资产组合系统地降低不必要的风险，能够大幅提升盈利水平、保护持有的股票并安然度过市场的下跌周期。虽然本书中“投资组合模型”的部分样本股票选有房利美公司（Fannie Mae）、华盛顿互惠银行（Washington Mutual）等上市公司，它们受此轮金融危机影响，已经申请破产保护或者被国有化，但本书所强调的、依靠公司基本面挑选股票，并设计期权交易策略等理论和方法仍有借鉴意义。

在某种意义上讲，套期保值者可划归为保守型投资者。国内几家大型企业在“石油期权合约导致巨亏”的案例至少说明以下几点：

（1）国内需要期权等衍生品，以降低套期保值风险或增加套期保值收益；

（2）国内企业缺乏期权等衍生品的专业知识和专业人才，在期权理论和交易技巧需要学习提高；

（3）相对于国际金融衍生品市场的过度虚拟化，中国的金融衍生品市场发展却远远不足；

（4）次贷危机引发的金融危机对中国来说不仅仅是危险的警示，更是发展的机遇和动力，中国的金融衍生品市场应该利用国际金融市场格局重新布局的难得机遇后来居上、急起直追。

机遇只留给有准备的人。《保守型投资者的期权交易策略》一书的翻译出版有助于保守型投资者，也有助于套期保值者学习期权理论和技巧，为资产管理、财富增值和企业避险提供有利工具。

北京大学经济学院　曹和平
2009 年 1 月 4 日于北京大学蔚秀园南畔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

随着中国股票市场、期货市场的不断发展，以股指期货为标志的中国金融衍生品市场的新时代即将到来，面对着波澜壮阔的金融市场，广大股民、期民和金融机构在博取市场利润的同时都希望寻找一种风险更低的投资工具。在国外已经发展多年并日趋成熟的期权交易自然而然将会成为市场下一个关注的热点。

虽然，以美国次贷危机为导火索的美国金融衍生品风暴对美国乃至全球经济产生了巨大的冲击，但是，期权作为衍生工具中比较成熟的品种，作为场内清算比较完善的交易和结算模式，已经成为其他衍生品，尤其是场外 OTC 衍生产品走向规范运作和集中清算的监管方向和风险控制的典范。因此，我们认为有必要积极推广期权交易模式在中国的发展，先期引进国外关于期权的经典著作，作为投资者教育的重要内容，预先学习和掌握有关期权的理论和操作技巧。

我们有理由相信，有了期权交易的中国股票市场，一定比仅有几支权证的股票市场更加稳定和风险可控，市场规模一定会比目前已经十分活跃的权证交易更加可观。有了股指期货和期权的保驾护航，股市泡沫和恐慌暴跌的价值偏离幅度一定会得到有效控制。

在机械工业出版社的大力支持下，经过几个月的分工协作和辛勤翻译，迈克尔 C. 托姆塞特的《保守型投资者的期权交易策略》一书终于面世，感谢经易期货研究中心的同仁们和中国农业大学 MBA 教育中心、首都经贸大学经济学院期货方向的研究生们，是他们的共同努力和默契配合，使得此书按期翻译完稿。本书译稿最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由曹胜、钟金传、王峰和邱菡仪统一审订。主译人员包括：张必珍、曹胜和钟金传。参与翻译的人员还有：刘馨琰、田紫陌、邹谋杰、张盈盈、王峰、陈禹光、张建国、丁国凯、霍飞飞、李鹏、李靖等。

由于时间和能力所限，译文中仍难免存在纰漏和不当之处，诚请读者不吝指正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

难以实现的投资目标：低风险、高收益

真的存在低风险、高收益的组合吗？厌恶风险的投资者可以用多种方法实现投资收益超过市场平均水平，但很多专家对此表示质疑。然而，保守型投资者确实可以利用有限的几种交易策略，大幅度增加投资收益，同时把风险控制在自己设定的范围内。

对于某些保守型投资者来说，期权太复杂、风险太大。如果投资策略过于复杂，存在太多困惑，是不值得采纳的。但是，我们假设保守型投资者愿意接受清晰易懂、经过选择的投资策略。保守型投资者并不是拒绝尝试新的投资理念，不接受扩大资产组合或者不愿意承担风险。他们只是对投机或者高风险没有兴趣而已。

某些投资者往往只看到某种投资策略高收益的潜力，却忽略了通常伴随着的、难以避免的高风险。这就是缺乏经验的投资者在市场中经常遭受损失的原因。由于缺乏经验，投资新手从事期权投机或参与其他高风险投资活动时，往往遭遇失败。当我们回顾数字网络（Dotcom）年代，不难看到很多刚入市的投资者迅速赚取账面利润，但在市场逆转时盈利又迅速损失殆尽。然而，保守型投资者清楚地知道把所有资本都投入到某个产业是不明智的，尤其是如果所挑选的公司从未盈利，或者该公司股票在几个月内上涨了200美元，或者该公司核心业务概念模糊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于以上考虑，保守型投资者通常寻求投资目标具体化的解决方法。

（1）在通货膨胀和赋税之后，保存资本购买力。

（2）避免参与非主流市场，避免流动性和多样化风险。

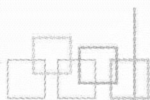
（3）在不减持投资头寸的情况下，盈利得到保护。

上述目标是保守型投资者通常追求的典型目标，也是中等风险型投资者追求的典型目标。他们都关注避免损失的方法。作为一个保守型投资者，你厌恶任何形式的风险，事实上，你也不喜欢任何意料之外的结果。这或许是你与其他类型投资者的最大区别。大多数投资新手在投资失败的时候会觉得意外，但回顾一下投资过程，他们应该觉得意外么？大多数情况下，投资新手基于潜在利润假设进行操作，但没有认识到其中的风险或者风险程度。不然，投资者的投资决策可能会有所不同。

考虑到这些，我们对保守型投资者提出一个更实际的定义：有足够经验知晓风险和收益，并据此作出相应的决策的人。保守型投资者在市场投资失败时不会像其他投资者一样感到意外。另一方面，这个定义的外延把对待风险的认识态度与采用创新性、可选性策略的意愿进行了区分。保守型投资者并不代表思想保守，不会仅因为名义上的高风险而拒绝期权这样的新型投资工具。相反地，见闻广博的保守型投资者往往会以开放性思维研究具有潜在高收益的投资建议。他们也许会质疑，但同时也愿意听取至少可行的资产组合建议。事实上，少数投资策略确实适用于保守型投资者，并且满足保守型投资者的三个目标：保本、避免不可接受的风险和保护账面利润。我们在本书中总结了在风险水平方面适用于保守型投资者的 12 个投资策略（参见附录）。

本书并不是建议投资者必须成为一个见多识广的期权投资策略专家，而是为保守型投资者提供适用的、有限的几种期权投资策略。本书尊重保守投资策略的风险有限的原则，同时说明了有经验的股票投资者如何能够做到大幅提升盈利水平，保护持有的股票并安然度过市场的下跌周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目　　录

推荐序

译者序

前言

第 1 章　确定基本规则 …… 1

1.1　基本规则 …… 1

1.2　一个投资组合模型 …… 3

第 2 章　期权基础知识 …… 5

2.1　期权合约的条款 …… 5

2.1.1　期权属性决定其价值 …… 6

2.1.2　内涵价值和时间价值的权利金 …… 6

2.1.3　长期股票期权及其优势 …… 7

2.1.4　期权的敲定价格 …… 8

2.1.5　期权卖方的时间优势 …… 8

2.2　多头和空头 …… 9

2.2.1　没有卖出股票而兑现盈利 …… 10

2.2.2　期权买方和卖方的比较 …… 10

2.2.3　了解卖方风险 …… 12

2.3　看涨期权和看涨期权策略 …… 12

2.3.1　交易策略是否合适 …… 13

2.3.2　期权合约的条款及其含义 …… 13

2.3.3　交易成本 …… 14

2.3.4　实值、平值和虚值期权 …… 15

2.4　看跌期权和看跌期权交易策略 …… 16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.4.1 被忽视的看跌期权的价值 …… 17
2.4.2 看跌期权的保险成本 …… 18
2.4.3 保守型的交易建议：卖出看跌期权 …… 19
2.4.4 看跌期权作为替代买入的形式 …… 20
2.5 上市期权和长期股票期权 …… 20
2.5.1 在波动的市场中买入看涨期权 …… 21
2.5.2 在有保护条件下的运用长期股票看跌期权 …… 23
2.6 交易策略与投资组合目标相协调 …… 24
2.7 期权和股票的波动率：风险的核心要素 …… 26
2.7.1 波动率的批判性分析 …… 27
2.7.2 免费的20分钟延时报价 …… 27
2.7.3 布莱克—斯克尔斯定价模型 …… 28
2.7.4 发现你的市场机会 …… 29
2.7.5 限制你的交易策略为保守型 …… 32
2.7.6 鉴别收益的质量 …… 33
2.8 期权交易成本分析 …… 33
2.9 期权税负原则：综述 …… 34
2.10 专业顾问和税收规划的重要性 …… 35

第3章 期权的应用 …… 37
3.1 风险和回报的实质 …… 37
3.1.1 使用波动率作为测量风险的主要指标 …… 38
3.1.2 期权用于降低股票投资风险 …… 39
3.1.3 另一种波动率 …… 41
3.1.4 丧失机会的风险与期权 …… 42
3.2 关于期权的观点 …… 43
3.2.1 找到期权交易的保守型背景 …… 44
3.2.2 策略时效和短期价格波动 …… 44
3.3 空头头寸：裸露的或者有保护的 …… 45
3.3.1 无保护看涨期权——通常是保守型理念的叛逆 …… 46

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3.2 股票的最低理论价格水平 …… 47
3.3.3 卖出看跌期权的风险——并不像卖出看涨期权的风险一样高 …… 48
3.4 保证金管理和交易限制 …… 49
3.5 回报率计算——寻求有效的比较 …… 50
3.5.1 期权履约下的回报率 …… 54
3.5.2 期权到期的回报率 …… 56
3.6 长期目标作为方向 …… 58
3.7 按需要的结果履约 …… 60

第 4 章 管理盈利和亏损 …… 63
4.1 保守型投资者的困境 …… 64
4.2 利用期权管理盈利 …… 65
4.2.1 基于基本面作出决策 …… 65
4.2.2 实际风险 …… 67
4.3 解决获利回吐的问题 …… 68
4.3.1 不抛售股票而兑现盈利 …… 68
4.3.2 进一步确定个人的投资标准 …… 69
4.3.3 何时适用拯救策略 …… 71
4.3.4 回到第二种策略 …… 72
4.4 处理惯性问题 …… 74
4.5 税收与利润 …… 76

第 5 章 期权用作现金流生成器 …… 80
5.1 有保护看涨期权的概念 …… 80
5.2 举例：10 支股票及其有保护看涨期权 …… 82
5.2.1 满足预先确定的标准才有效 …… 83
5.2.2 盈利计算比较 …… 85
5.3 精明的保守型基本原则 …… 87
5.4 一种保守型方法 …… 91

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.5 有保护看涨期权的税收结果 …… 94
5.6 向前和向上展期策略——避免期权履约的方法 …… 98
5.7 接受期权履约策略 …… 100

第6章 购买股票的另一种方式 …… 102
6.1 杠杆与期权 …… 102
6.2 买入看涨期权的替代买入策略 …… 105
6.2.1 运用多种股票分散头寸 …… 105
6.2.2 降低替代买入的风险 …… 108
6.3 买入有保护看涨期权 …… 108
6.3.1 推断未来的敲定价格 …… 109
6.3.2 有效利用向前展期策略 …… 111
6.4 卖出看跌期权与替代买入 …… 113
6.4.1 卖出看跌期权的价值 …… 113
6.4.2 缩短到期日的价值 …… 115
6.5 利用看涨期权的拯救策略 …… 116
6.5.1 基于精明选择股票的拯救策略 …… 116
6.5.2 规划盈利结果 …… 118
6.5.3 比率卖出期权——调整成为保守策略之前 …… 119
6.5.4 将比率卖出期权转换成保守投资策略 …… 119
6.5.5 比率卖出期权用于拯救策略和提高当前回报 …… 121
6.6 利用看跌期权的拯救策略 …… 121
6.7 有保护看涨期权用于替代卖出 …… 122

第7章 下跌市场中的期权策略 …… 125
7.1 离开市场去思考 …… 125
7.1.1 牢记基本面因素 …… 126
7.1.2 牢记保守与投机的区别 …… 127
7.2 买入看跌期权：被忽视的期权 …… 127
7.2.1 当股票价格上升时 …… 128

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2.2 当股票价格下跌时 …… 131
7.3 卖出看跌期权：各种策略 …… 131
7.3.1 卖出看跌期权的保守型基本规则 …… 132
7.3.2 不同敲定价格下回报率的比较 …… 134
7.3.3 三种类型的拯救策略 …… 136
7.4 在下跌市场中利用看涨期权 …… 137
7.5 评估你的股票头寸 …… 140
7.5.1 拯救策略与市场机会 …… 140
7.5.2 查找价格波动的原因 …… 141
7.5.3 决定什么时候抛售与替换股票 …… 142
7.6 股票头寸与风险评估 …… 143
7.6.1 股票的安全性与期权之间的关系 …… 144
7.6.2 检查你的风险状况 …… 144
7.7 期权与下跌的风险 …… 145
7.8 利用结转亏损的期权计划 …… 147

第8章 组合保守型策略 …… 150
8.1 套利技巧 …… 150
8.2 跨式套利策略 …… 152
8.3 多头或空头头寸 …… 153
8.4 理论与实践的差别 …… 155
8.4.1 简化操作 …… 155
8.4.2 预期结果的最大风险分析 …… 156
8.5 期权组合策略面临的税收问题 …… 157
8.6 赢取高收益的投资策略 …… 158
8.7 实际操作举例 …… 160
8.7.1 确定投资组合 …… 160
8.7.2 选择到期日 …… 160
8.7.3 评估交易区间趋势 …… 160
8.7.4 寻找合适的期权及敲定价格 …… 161

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

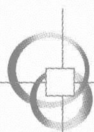
8.7.5 比较收益率 …… 164
8.7.6 为卖出组合策略选择股票 …… 165
8.8 组合策略操作结果分析 …… 167
8.9 增强策略——空头跨式套利 …… 169
8.9.1 为什么只关注权利金的高低会被误导 …… 172
8.9.2 组合策略的最大优势：大幅度降低持股成本 …… 173
8.10 拯救策略 …… 174

第9章 股票选择与期权合约 …… 177
9.1 首先牢记自己是保守型投资者 …… 178
9.2 运用期权的风险和陷阱 …… 178
9.2.1 风险偏好与资产分配 …… 179
9.2.2 运用期权降低市场风险 …… 180
9.3 选择波动率大的股票的诱惑 …… 181
9.4 设定有效的保守型投资标准 …… 182
9.5 持续透析股票的基本面 …… 185
9.6 期权交易中税收的重要性 …… 187
9.7 运用期权的波动率评估股票 …… 188

附录：期权交易策略 …… 191

词汇表 …… 193

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章 确定基本规则

在讨论任何投资策略之前，我们都首先给出一系列假设。本书假设你是一个保守型投资者；你已经有初选合格的股票；你相信这些股票未来将会增值；在挑选股票时，基本面是最基本的因素；你将很愿意买入更多的股票，而且有许多股票满足你的选择标准。本书挑选了10个公司组成了一个“投资组合模型”，来阐明本书中的期权交易策略。

本书解释了保守型投资者如何使用期权策略：①不增加市场风险，而增加当期收入；②用期权作为保险去保护买入的股票；③在市场波动的情况下，使用期权作为应急替代方案。

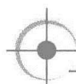
1.1 基本规则

因为你是一位保守型投资者，本书讨论的所有内容均基于以下一系列假设。基本规则应该牢记在心，因为它与你的风险取向和你的投资理念密切相关。本书作出以下5个假设。

假设1：你的期权交易仅限于你初选合格的股票。本书假设你有一个投资组合（持有用于期权交易的股票）包括你认为将长期持有的股票，只要其基本面没有变化，你将永远将他们作为投资组合的一部分。这一点非常重要，因为你是保守型投资者，你购买股票不仅仅是为了期权交易。保守型投资者使用期权必须包含这个前提：你的期权交易仅限于你所能找到的最可能强势的股票。

假设2：你认为股票未来将增值。保守型投资者自然希望股票未来增值，否则，为什么要持有它呢？但是，这一似乎非常简单的目标与本书假设相关。本书所提供的许多交易策略均基于：长期来看，所涉及的股票市场未来将增值。许多期权策略在股票没有上涨时效果最好，因此，我们的假设2与保守投资方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



式相匹配。这意味着，你要增加价值投资的股票；你预期价格未来将上涨；当基本面发生改变时，你将改变持有状态转而卖出股票。但是，这个时候某些期权策略可以派上用场来应对短期价格波动。当市场宽幅波动影响你的股票的短期价格时，你有机会买入低估的股票、实现盈利（没有抛售股票）或者摊低持有成本。当然，只有基本假设成立的条件下，你摊低成本的做法才是保守型的。上述策略只适用于你坚信长期将会增值的股票。

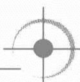
假设3：你接受这个前提——在考虑期权交易时，股票的基本面分析是首先要做的工作。对于期权，没有基本面的特点。期权仅是无形的合约工具，没有自身价值，只能通过有形的股票价值判断所选择的期权策略的价值。许多期权交易新手常犯忽视期权基本含义的错误。他们基于立即可能兑现的潜在盈利去选择期权策略（和股票），但是忽略了作为标的股票的真正市场风险。这也违背了保守型投资者应该根据强势的基本面和增长潜力去挑选股票的原则。

假设4：当股票价格短期下跌时，你将愿意增持股票。某些投资者不愿意增持某支股票，即使股票低估并有买入机会时。本书介绍了几种利用期权增持（或替代买入股票）的策略。如果市场不符合设定的条件，上述策略无效。为了控制某支股票的风险，你可能有一个严格公式进行多元化投资或资产分配，例如，针对增持某支股票的策略可能与你的投资组合管理标准存在冲突。因此，只有当建议的交易策略与你的整个投资组合相符合时，你才可以采纳增持的建议策略。

假设5：你确信有充足数量的股票符合你的入选标准。有些投资者认为他们能抛售的股票仅是那些他们持有的股票。因此，如果从投资组合中抛售某支股票，他们就无法等额买进其他合适的股票。本书假设你不这样认为，而且知道有许多股票符合你的基本选择标准，包括价格水平、市盈率、波动率水平和分红历史，以及其他一系列分析指标。因此，如果你从投资组合中卖掉某一股票，那么你从一直跟踪的其他股票中能够找到并且随即买进合适的股票。

顺便提一句，是否使用期权策略对实际操作影响重大。任何股票的基本面都会发生变化，所以，从持有转而卖出某支股票，就需要进行重新投资。作为投资组合的基本管理方法，每一位投资者都有一份备选的股票清单，以便从中挑选以取代现有投资组合中已经抛售的股票。如果需要保持现有股票清单不变，就需要借助期权交易，因为有些策略会导致抛售股票，这时，你需要重新投资一个全新的优选股票清单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1.2 一个投资组合模型

在以下章节所使用的案例中，本书采用上述 5 个假设来阐述保守型投资者如何应用期权。本书也构建了以 10 支股票组成的一个投资组合模型，并用于全书的各种组合策略中。这有助于将各个案例和各种可能的结果联系起来。上述投资组合模型绝不是向你推荐你应该持有的股票，它仅仅是采用一些正常的条件筛选出的股票。在 10 支股票中，有 7 支股票在过去 10 年间每年发放的红利逐年增加，且价格波动率低。有 8 支股票近年来显示股票价值实现增值（可口可乐公司和施乐公司除外）。所有上述公司股票均有上市期权（listed option）和长期期权（LEAPS®），可以用来为保守型策略设计各种交易策略。

从另一方面讲，在全书中使用某一个投资组合的交易策略是有益的。在本书的投资组合模型中，不是每一种交易策略都适用于每一支股票，因此，本书以挑选过程来演示如何制定某一种具体的交易策略。你的投资组合可以拥有大量的优质股票，但是，某些交易策略并非一直适用，或者并非适用所有的情形。根据本书每一章的说明，你可以比较对应于各个股票的各种交易策略的差异性。

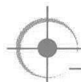
本书所参考的每一支股票的价值、卖价、买价和每一个期权的价值均基于芝加哥期权交易所（CBOE）在 2004 年 10 月 22 日的收盘价。该投资组合模型的小结如表 1-1 所示。

表 1-1 投资组合模型

股票名称	交易代码	收盘价*/美元
克洛罗克斯公司	CLX	55.91
可口可乐公司	KO	38.90
埃克森美孚公司	XOM	48.70
房利美公司	FNM	67.65
联邦快递	FDX	87.78
通用动力公司	GD	100.01
J.C. 彭尼公司	JCP	38.20
百事可乐	PEP	48.48
华盛顿互惠银行	WM	38.43
施乐公司	XRX	14.32

注：*2004 年 10 月 22 日收盘价。

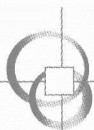
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上述投资组合是保守型投资组合吗？这纯粹是看法问题，也取决于购买的时间和长期目标，以及对各个公司基本面的个人观点。这 10 家公司提供了整个股票市场的一个截面，可以演示交易策略在什么地方有效，在什么地方无效。保守型投资组合的实际定义是（应该是）不断变化的，取决于市场变化、股票价格及其波动率，当然，也包括不断出现的关于某个具体公司的基本面变好或变坏的消息。

上述信息是否过时了？采集各个股票收盘价的日期是 2004 年 10 月 22 日，的确是过时的数据。但是，永恒地更新 10 支股票的资料，并且满足本书的出版日期，这是不可能的。然而，所有信息都是相对的。假设收盘价格和敲定价格大致相同，期权到期日期也相同，那么，某一特定股票不同时期的期权相对价值也相近。这种关系基于市场对某个具体公司不断变化的看法，并能随之改变而改变，因此，本书所采用的数据是有效的。我们所需要做的是及时调整，在同一日期选取和汇总这些股票。鉴于以上条件，本书所采用的这些股票收盘价（本书所采用的期权价值）是合适和合理的。在 2004 年 10 月 22 日这一天，有大约 2 500 个股票期权可以交易，对于保守型投资者而言，存在大量的选择机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章 期权基础知识

学习期权最大的难题就是各类术语的理解。本章将解释期权的基本概念；定义期权术语；介绍看涨期权和看跌期权的交易策略；解释多头和空头在两种类型的期权合约中如何运作；以及对期权市场作一个概要的介绍。

一般的期权书籍，开篇介绍如何通过杠杆作用以小额投资获得达 3 倍之多的惊人利润。这类书籍往往随即变得过分专业和复杂，以至于学习结束时，都留有两个问题：第一，你知道通过期权投机可变得富有；第二，随着细节的深入，讨论变得十分模糊。

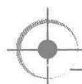
我们不采取这种方式。我们的基本假设是，作为一个保守型的投资者，你想要了解期权在你的投资组合中如何发挥或不发挥作用，同时你还希望这些信息清晰并且按照逻辑顺序呈现在你面前。由于我们集中研究少数几种策略，仅是适合于保守型投资组合的期权投资策略，因此我们避开了大量更为奇异的期权交易策略。

即使是最富有经验的投资者，仍然难以理解期权术语和重要概念的含义，因此本章将涵盖所有你需要掌握的问题，包括对看涨期权和看跌期权的多头或空头的解释、期权合约、期权到期、敲定价格以及时间价值和内涵价值。在讨论一系列可能的交易策略中，我们的目的不在于向投资者推荐任何具体的方法，而是分析和评价所有的可能性。作为一个保守型的投资者，你将会发现你所感兴趣的交易策略只占了很少一部分。但是，如果了解了看涨期权和看跌期权的所有使用方法，你同样会受益匪浅。

2.1 期权合约的条款

本节将评述期权合约的规则条款。期权合约的到期机制、敲定价格、时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值和内涵价值都将影响你应不应该运用期权，以及当你采用某种具体的交易策略时，风险是如何增加或减少的。

2.1.1 期权属性决定其价值

总的来说，期权合约的属性决定其价值。期权价值不仅仅与权利金高低有关，还与期权作为一个战略性的工具如何在你的投资组合中所体现的价值有关。1 手期权合约对应着 100 股股票，那么每一手合约就允许期权买入者掌控 100 股标的股票。每一手期权都对应着具体的某一支股票，并且不能转移。期权的权利金对于期权的购买方来说是一项成本，对于期权的售出方来说是一项收益。成本/收益比是以每 100 股股票的价值标示的，通常不带美元符号。例如，如果一手期权合约目前的权利金为 6，那么它的价值就为 600 美元；如果目前的权利金为 4.75，那么它的价值就为 475 美元。

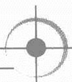
某些期权交易策略可以用于保护账面利润，可以在市场风险低或无的条件下实现短期收益最大化，可以对冲其他头寸。如果权利金过高（对多头交易策略来说）或过低（对空头交易策略来说），那么单一具体的期权交易策略就不宜采用。

合约到期决定了期权合约的“生命期”。对于期权投机者来说，潜在收益期的缩短有利于期权卖方。正如股票卖空者抛售股票，建立未平仓头寸，期权卖方是卖出期权，建立相应头寸。空头的期权头寸可以采用以下三种方式中的一种进行处理。一种是期权到期作废，在这种情况下，期权卖方收到的所有权利金就成为其收益。另一种是期权头寸也可以在任何时候买入平仓来处理，最初卖出价格与最终买入价格之间的差就是期权卖方的收益或损失。第三种是期权买方可能要求执行期权，而期权卖方将有义务履约。当一个看涨期权履约后，期权卖方就必须按照敲定价格以每一手期权 100 股股票卖给买方。当一个看跌期权履约后，期权卖方就必须按照敲定价格以每一手期权 100 股股票的数量从买方买入。

2.1.2 内涵价值和时间价值的权利金

期权的权利金包含两个部分：内涵价值和时间价值。内涵价值等于期权实值的点数。本章在后面对这个概念作了十分详细的解释。不过目前，重要的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要理解内涵价值与股票价格的关系。敲定价格是期权执行时的履约价格，如果一手看涨期权的敲定价格为 45 美元，那么期权的买方就有权利（没有义务）以 45 美元的价格买入 100 股股票。该期权的内涵价值变化如下。

（1）如果一手看涨期权的敲定价格为 45 美元，与之对应的股票现价为每股 47 美元，那么该期权的实值就为 2 个点。

（2）如果股票价格为每股 45 美元，那么该期权合约的内涵价值为零。敲定价格与股票价格相等称为平值。

（3）如果股票价格低于每股 45 美元，此时该期权合约就没有内涵价值。如果敲定价格为 45 美元，而股票价格为每股 44 美元，则该期权的虚值为 1 个点。

看跌期权的情况则相反。实值内涵价值是指股票价格低于期权敲定价格的部分。如果一手看跌期权的敲定价格为 40 美元，股票现价为每股 37 美元，则该看跌期权包含 3 个点的内涵价值。如果股票价格低于看涨期权敲定价格或高于看跌期权的敲定价格，则期权合约就没有任何的内涵价值。

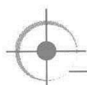
时间价值是指期权权利金高于内涵价值的部分。距离期权合约到期日的时间越长，时间价值就越大。因此，时间价值是确定期权交易策略机会的关键。在时间价值和期权执行价格与股票现价的差之间也同样存在着一定的关系。对期权价值的研究将向你展示这种关系的变化方式。

2.1.3 长期股票期权及其优势

长期股票期权是一个长期合约。相比之下，标准的上市期权最长存续时间仅为 9 个月。当多样化的策略与上市的长期股票期权相比，长期股票期权使得多头和空头策略有很大不同。在长期股票期权中有较高的时间价值，它的存续期长达 36 个月。这在股票市场中是一个很长的时间，每个人都知道超过 3 年将会有很多变化。所以，如果购买这种期权，你必须期望能够为长期股票期权支付更多，因为你也买入了更长的时间。对于期权卖方，长线交易能够获得高回报。因为作为一个投资者，当你卖出的时候你会获得溢价（权利金），因为更高溢价的回报，你也必须接收一个长期的风险。

期权合约的到期日，更具体而言是在开仓一个期权头寸与到期日之间的时间决定着权利金价值，并且影响投机者作决定是买入和投资卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2.1.4　期权的敲定价格

期权的敲定价格是决定期权价值的第二部分。敲定价格是固定的，倘若履约，对每一种期权持仓无论买入还是卖出，都决定了其成本和利润。现货市场价值与期权的敲定价格的接近程度决定了权利金的现值和潜在的未来损益，也决定了履约的可能性。如果一个看涨敲定价格是 30 美元（意思是它将按每股 30 美元执行），该股票的现货市场价值是 34 美元，看涨期权实值为 4 个点。特别是快到期时，这种期权在这种条件下将会履约；如果该股票下降到每股 28 美元，看涨期权虚值为 2 个点；而如果价格停止在与敲定价格每股 30 美元的时候，就是平值。

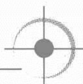
看跌期权的这些定义条款正好相反。当市场价值低于敲定价格，看跌期权为实值；当市场价值高于敲定价格时，是虚值。这些定义是非常重要的，因为真正的时间价值和内涵价值受股票市场价格对期权敲定价格关系的影响。这些关系也决定了卖出方的履约。真正的履约时间选择是不确定的，他在期权处于实值的任何时间点都可能发生。当期权为实值时，期权的权利金沿股票价格运动的轨道精确的变化，当一个股票市场价值在实值范围内变化时，它的期权价值的变化是非常引人注目的。

时间价值是权利金价值的无形部分，也称外在价值。在临近到期日的时候时间价值必然会下降。对期权购买者来说，时间是敌人。甚至当看涨头寸是实值的时候，当临近到期日的时候时间价值也会下降。那么，一个投机者为时间价值而掏了一大笔钱，他一定会使用真实价格的运动来抵消无形的特性。例如，一个购买者花了 7 个点（700 美元）给一个完全是时间价值的看涨期权。当到期日那天，如果股票比敲定价格高了 7 个点，这个看涨期权就值 700 美元，因为所有的时间价值已经消失了，这个购买者收支平衡（甚至因为双边交易要付出交易费用而亏损）。

2.1.5　期权卖方的时间优势

对于期权交易者，时间是优势。当卖出者开仓的时候，时间价值的权利金越高，优势就越明显。参考一个先前的例子，如果你将要卖出一个 7 点时间价值的看涨期权，只要在权利金价值低于原始的 7 个点，你就可以平仓。如果在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



快要到期的时候市场价值高于敲定价格 5 个点，你也可以平仓，避免履约造成的损失并且获得 200 美元的利润（卖出空头获得 700 美元，减去 500 美元的平仓费用，不考虑交易费）。

期权权利金的内在价值等同于期权实值时的点数。例如敲定价为 40 点的期权相当于股票市场价值每股 43 美元，期权包含 3 个点的内在价值。如果看涨期权目前价值为 5 个点（500 美元），它是由 300 美元的内在价值和 200 美元的时间价值组成。又如你的看跌期权有 30 美元的敲定价格而股票目前值为 29 美元，那么看跌期权有 1 个点（100 美元）的内在价值，因为股票价值是低于看跌期权价格 1 个点。如果现有看跌价值为 4 个点，它包含 100 美元的内在价值和 300 美元的时间价值。

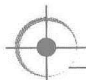
2.2 多头和空头

决定做多（买进期权）还是做空（卖出期权）取决于对风险范围的不同方向的判断。期权有趣的特点是策略涵盖了整个风险范围，经常只有很小的变化。从时间对买方的负面作用来说，期权多头是不利的，时间价值随着到期日临近而逐渐消失。期权到期日时时间价值注定蒸发，期权很难克服这个障碍并且持续地产生利润。离到期日时间越少，越难从购买期权中获得收益；而离到期日越长，投机者的持有合约而支付的费用越多。多头期权通常能确保纸面利润，但大部分的多头期权是为了起到资本杠杆和投机的作用。

在很多情况下，保守型投资者愿意持有期权多头。例如，在一个短期的时间跨度内，随着市场价格的大幅下降，强势股票价格将会反弹。但是不能确定市场的底部，当更大的机会在面前的时候，投资者会有更大的恐惧。在这种情况下，买入看涨期权使得你能控制股票份额，限制潜在的损失，只要价格快速反弹，你将会获得巨大收益。这可能是一种投机性的行为，但是即使最保守的投资者也可以看到市场下跌是买入机会，尤其是用一小部分资金冒险。

这并不意味着买入看涨期权是保守的甚至是明智的。但是，每个投资者长期都持有一个证券投资组合应对市场周期，期权为利用价格波动提供了应时的机会。当整个市场价格突然下跌，历史经验告诉我们这是一个买入的机会，现实地说这种价格的变动使投资者感到害怕。这种情况不可能使很多人愿意在风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



险中投放更多的资本，特别是证券投资组合的账面价值在亏损。所以买入期权能为潜在回报收益承担有限的风险，能为买进更多的、你还想长期持有的股票提供机会，如果适时行使买入看涨期权，锁定一个远远低于原始成本的敲定价格也能降低你在这支股票的总成本。

2.2.1 没有卖出股票而兑现盈利

当股票价格快速上涨的时候，这种讨论也适用。突然的价格冲高也是保守的长期投资者所关心的。这种困境是你不想卖股票获利，因为你想长期持有股票，同时，你预计价格有一个回调。在这种情况下，你能够用买入看跌期权来应对这种价格下跌。你有了买入看跌期权的选择。首先，要是价格下跌发生，你能卖出看跌期权作为收益；从卖出看跌期权获得短期的收益弥补了在股票市场上的价格下跌造成的损失。第二个选择是执行看跌期权，并在敲定价格处理股票（高于现有市场价值）。如果你对该上市公司的观点将要发生改变时，你可以采用这种方法，以便随着股票市场价值的下降将你的持仓转向空头。

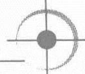
有望保持保守风格的途径：只要你想长期持有股票，你将愿意忽视短期价格波动。虽然如此，只有很少的投资者在他们的投资组合中能忽视这种价格波动。当价格暴涨暴跌时，尤其是市场的局部趋势且没有任何基本面原因，那么价格水平的变化只是暂时的。这种趋势对一些投资者是恐慌的，他们会在低点卖出，高点买入。换句话说，他们在短期趋势的作用下“买高卖低”而不像俗语说的那样“低买高卖”。“低买高卖”的传统投资方式能帮助投资者忽视短期趋势，抵制恐慌和贪婪时的意向；保守的投资者在反复波动的区间内能够保持一个清醒的头脑。因此，你能保持保守的风格并同时用期权来利用这种市场的巨大波动性获益。这里有很多风险。但可以选择不操作保持观望的方法。期权能够处理在价格的巨大波动中无论是顶部还是底部而不会失去你长期投资的既定目标。

问题是保守型投资者和投机者相比是不容易区分的。是的，用期权去玩市场价格是投机，但偶尔你可以不用卖出你的股票投资组合中的股票而利用这种波动性。这种观点也适用于期权的卖方，只是风险大不相同，市场策略也不同。

2.2.2 期权买方和卖方的比较

当卖出期权，你没有购买者的享受权利。买方支付了权利金，有权决定是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



否行权或者何时行权以及是否卖出他们的多头头寸。当你是空头，你开仓头寸你得到收入，是否履约却取决于别人。时间价值在空头头寸是你的优势，因此当产生一个短期的收益流时，你能控制风险。风险水平取决于你所依赖的特定的策略。

期权最高风险应用是无保护看涨期权。当你卖出一个看涨期权，你获得权利金，但是你也收到一个无限制的潜在风险。如果股票市场价值将要涨很多点，看涨期权将履约，你必须支付在敲定价格和履约时当前市场价值之间的差额。举例说来，假设你卖掉一个敲定价格 40 美元的看涨期权，收到 8 个点（800 美元）的权利金，你的敞口风险就被减至相当于每股 48 美元（敲定价的 40 点加上你卖出看涨期权收到的 8 点）——但是没有考虑交易费用。尽管如此，如果股票市场价值在到期前增长到每股 74 美元，那么看涨期权是否被履约？在那种情况下，你接到配对通知，必须交付股票并且支付 3 400 美元（74 美元一股的当前市场价值，减去 40 美元一股的敲定价格）。你的损失将会到达2 600美元（3 400 美元支付金减去你卖出看涨期权收到的 800 美元）。

无保护看涨期权是风险最高的投资策略。相比之下，有保护看涨期权是风险最低的一种投资策略。如果你有 100 股股票，不管市场价格多少，你都可以交付这些股票来安全履约。一旦履约，你可以保持你收到的权利金。关于有保护看涨期权最大的争议在于失去了增值的机会。在前面的那个例子中，你只是持有了 100 股，他们的价值已经涨到了每股 74 美元，因为你卖了一个敲定价格 40 美元的看涨期权，你必须在 40 美元卖掉他们。另一方面，你必须记住两点。首先，价格较大幅度增长的频率应该与你卖出看涨期权所收权利金的确定性进行比较研究。其次，只要履约在看涨期权中获益，资本在股票中增值，你就能获得收益。例如，你的股票的初始成本是每股 32 美元，现在值每股 38 美元。你卖掉一个敲定价格 40 美元的看涨期权收到一个 8 个点权利金（800 美元）。如果履约，你的收益是在股票市场 600 美元的资本获利，加上 800 美元在卖出期权的收益（加上你在持有期的红利），这是 43.75% 的回报率（1 400 美元/3 200 美元）。

当有保护看涨期权履约时，只要在股票市场上的原始成本足够低，就可能产生很大的利润，获得很大的资本增值。然而，为了比较在不同结果下的期权回报，我们不能把资本获利当做分析的一部分。如果你持有股票无须建立期权只是卖掉它，你将获得资本收益，我们在有保护看涨期权例子中将股票和期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



收益分离开来。在上述情形下，仅有期权回报，在股票为每股38美元的时候，你将获得卖出看涨期权所收的800美元。这是21.1%的回报率（800美元/3 800美元）。为了个与别的期权回报率比较，你需要按年计算这个回报率。

2.2.3 了解卖方风险

卖出看涨期权可能是高风险，也可能是更保守。相比之下，卖出看跌期权有着不同的风险，取决于卖空的目的、接受履约的意愿和空头建仓时所收权利金的数额。

期权头寸的选取，无论是多头头寸还是空头寸，决定了风险的态度，保守的定义不是一个固定的或者是不可变的东西。当知晓了策略可能适用于不同的环境，更有可能是对特定策略进行总体界定。基于当前市场情况，基于你的投资组合，基于你在变动的市场条件下是采取措施还是观望的个人选择，决策只是一个时机问题。

2.3 看涨期权和看涨期权策略

作为任何期权策略讨论的出发点，有两点必须记住。首先，如果你买到一个看涨期权或者看跌期权，你有相应的权利在未来采取必要的措施，但是你没有义务。其次，如果你卖出一个看涨期权或者看跌期权，无论期权随后平仓、还是到期履约，你开仓交易收到的权利金是属于你自己的。这两点在增强理解期权是如何交易运行时是非常关键的。

期权是一种赋予买方特定权利、施予卖方特定义务的合约。如果你把期权看做是一种无形的契约权利（而不是关于股票股份的那些有形的条款），如何运用期权的整个讨论就变得简单很多。作为保守型投资者去考虑在一种无形产品中进行交易可能会令你感到烦恼，但是当你将它和其他投资行为联系起来的时候，你将赞同期权的逻辑和需求。例如，在房地产租赁选择权中，有两部分：按月支付的租金和别的条款，还有期权。期权是固定在财产价格上的。如果你决定在到期前行权，即使财产价值是非常高，你也能按照合约规定的价格购买。

股票市场期权也是如此，但是他们用股票代替不动产。每个期权代表100股股票，并且期权有两种形式——看涨期权和看跌期权。当你买一手看涨期权，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在期权到期前，你可以按照特定的价格（敲定价格）购买 100 股股票的权利。所有期权都有固定的存续期，所以期权的时间因素在比较期权价值时，也是一个值得考虑的关键因素。对于购买者来说，用一个相对小的资金风险就能在几个月内锁定 100 股股票的价格，要是购买者决定购买股票，可以行使看涨期权并按低于现有市场价值获得 100 股股票。这是看涨期权的本质。

2.3.1 交易策略是否合适

对于保守的投资组合，买进看涨期权在众多应用中不是最合适的。买进看涨期权是最著名和最通俗的期权投资策略，但是它通常也是一种纯粹的投机行为。损失的风险也相当高。在后面的章节中，我们将讨论时间价值和内涵价值的重要性，以及这些特征如何使购买看涨期权成为一种投机策略。也有一些例外，例如，如果你相信股票市场价值在期权到期前肯定是涨的，那么你可以购买看涨期权将其作为一种直接购买股票的替代选择。这种策略适合于以下几种情况。

（1）你关心短期的价格波动，你不想提交资金去购买股票，但是你想在敲定价格的水平上锁定股票价格。

（2）你想要购买股票，但是当时你没有足够的资金，所以你买一个相对便宜的看涨期权是一种明智的替代方式（有可能赔钱，也有可能是个机会）。

（3）你意识到损失的风险，但不管怎样你想用买进看涨期权的方式参与市场。

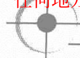
因此，作为基本规则，这些是例外。即便情况发生改变使得你也想买进看涨期权，你仍可以保留你作为一个保守型投资者的地位。它不是一种保守的投资策略，但是所有投资决定应该受很多情况影响，而不是严格规定。当你为自己制订的基本规则指导你的投资组合决策时，特别情形和瞬间机会或者限制性情况可能会有例外。

2.3.2 期权合约的条款及其含义

每个看涨期权包含一系列条款，它们是期权的类型、敲定价格、标的股票和到期日。

期权的类型是两者之一，不是看涨期权，就是看跌期权。两者必须区分因为他们是对立的关系。如果下了一个期权买单没有特定指出是看涨期权还是看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跌期权，该指令将不被执行。所有条款必须在指令中指定。

敲定价格是期权行权的时候可以获得的股票价格。除了股票被分离之外，该价格保持不变直到期权到期。你作为买方可以选择卖期权平仓，或者期权履约。看涨期权履约，你能按照敲定价格购买股票。你从卖方取走了100股股票。如果你将一个看跌期权履约，你有权利卖100股，或者按固定价格卖出股票份额给买方。

标的股票是你所买期权的公司的股票。公司不能被改变的，它跟敲定价格一样是固定的。不是所有股票都有期权，但是，在美国交易所上市的大多数股票都有期权。

期权到期日是未来期权到期时的一个固定的日期。这是一个关键性条款，因为在到期日之后，期权将不再存在。作为一个购买者，你应该意识到在期权到期日前期权不履约或者卖出，时间价值将会消失。

这4个条款集体定义并且区别各个期权。一旦你买入期权，没有一个条款是能被修改或者被交易的。上述条款也决定了期权的价值（你购买期权时支付的权利金）。

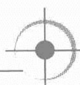
如果你接受我们刚开始的讨论——对于一个保守的投资者来说购买期权通常是不合适的，只有特殊情况能够带来一种例外，从而总有可能使得做多成为一种有用的策略。把这个想法作为许多可行性想法中的一个储备起来是很有意义的，因为它不是一个好的适于通常的投资主题而简单拒绝这个可能的策略是个错误。尽管如此，记住这些，对于大多数时候，你将不愿意购买期权来投机。

2.3.3 交易成本

涉及交易费用增大了购买的复杂性。双边交易都要收取交易费用。当你开仓时你要支付一笔费用，当你平仓时需要支付另外一笔费用。在任何一种风险和潜在盈亏的计算中，交易成本都必须包括在内。如果处理一笔期权合约，那么你限定你的敞口风险，但同时，每一笔期权交易的费用又是非常高的。这样交易者经常用多种交易合约来执行交易。这能减少交易费用，使每笔期权成本降低。但是请记住，购买期权是一个高风险的冒险行为，运用几个合约去减少单笔的交易费用不能降低整个风险，反而提高了风险，因为你必须提供更多的资金来冒险。对于期权购买者来说，交易成本造成利润流失。

作为一个看涨期权买入者，机会处于劣势。卖出看涨期权成为更加有趣、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更加具有潜在的获利性的第二种可行方案。如果你熟悉股票卖空，你就知道操作顺序与你做多时相反，你为了卖出必须借入股票建立空头头寸，暴露在可能的风险中，如果股票市场价值升高，你将会遭受损失。因此，空头卖出者期望股票市场下跌。最后，他们通过买进平仓交易平掉空头头寸。空头卖出者必须有足够的利润来抵消借入证券的成本、交易费，以及在原始卖出价和最后购买价之间的价差点数。

毫无疑问，卖出股票具有高风险。如果股票价值上升，你将损失金钱。因此，作为空头的卖方是持续暴露在市场风险之中的。卖出看涨期权需注意两点：首先，比卖出股票便宜得多，且容易得多；其次，该策略或者风险非常高，或者非常保守。

2.3.4 实值、平值和虚值期权

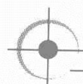
卖出看涨期权要比卖出股票容易得多，因为不必借入看涨期权去卖。你简单输入一个卖的指令，权利金（看涨期权的价值）就会在第二天出现在你的账户上。当你以这种方式卖出看涨期权，你与股票卖出者有相同的市场状态，而风险可能较低。你期望股票价格下降使你的看涨期权贬值。意味着你可以通过买进平仓交易获利了结头寸或者等待看涨期权到期作废。只要标的股票的价值保持在敲定价格（平值，或者简写为 ATM）或者在看涨期权敲定价格之下（虚值，或者简写为 OTM），就不会履约。当股票市场价值高于看涨期权敲定价格（实值，或者简写为 ITM），才有履约危险。股票当前市场价值和敲定价格的关系概括如图 2-1 所示。

在图中，你能发现期权敲定价格保持在一定水平上，但是期权状态取决于股票价格的运动。这个图解说明了看涨期权如何发挥作用的。当股票价格高于看涨期权敲定价格，看涨期权处于实值；当股票价格低于看涨期权敲定价格，看涨期权为虚值。

这同样适用于看跌期权，但是条款正好相反，重新参看图 2-1，如果股票价格高于看跌期权的敲定价格，它为虚值；如果股票价格移动到敲定价格下方，看跌期权将为实值。

这种敲定价格和股票价格之间的关系对任何一个期权卖出者都是关键性的。卖出看涨期权头寸可能是一种你所能设想的最高风险的头寸。但是，也可能是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



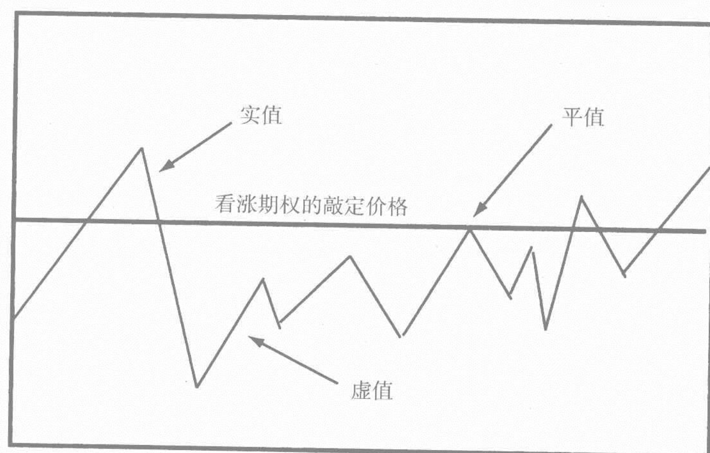


图 2-1 敲定价格和股票价格

种最保守的头寸。问题在于当你卖出看涨期权的时候，你有没有 100 股股票。如果你卖出看涨期权，而你又没有股票，理论上风险是无限的，因为股票市场价值能够无限地增长。这种无保护看涨期权策略明显是非常不适合保守型投资组合的。但是，当你有 100 股股票，一旦看涨期权履约，它们可以用来履约，因此在适当的情况下，卖出看涨期权具有较高的利润并且更加保守。第 3 章“期权的应用”比较了卖出看涨期权不同情况下的风险状况；第 5 章“期权作为现金流的生成器”提供了有保护的看涨期权策略更为深刻的解释，并且阐述了期权最保守的用法。

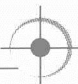
2.4 看跌期权和看跌期权交易策略

看跌期权和看涨期权恰恰相反。如果买入一个看跌期权，你将获得卖出 100 股标的股票的权利（但不是义务）。如果你将一个看跌期权履约，你可以按敲定价格卖出 100 股股票，即使当前市场股票价值远远低于那个水平。和看涨期权一样，看跌期权在未来也有一个特定到期日。

作为一个看跌期权的买入者，有三种可能发生的结果。

（1）卖出看跌期权。你能在到期日前任何一天卖出看跌期权。如果标的股票市场价值下跌低于敲定价格，你买进的看跌期权价值在增长，卖出看跌期权将有利可图。因为时间价值在持有期会下降，仅仅为了获得短期利益而买进看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



跌期权是一种高度的投机策略。如果决策背后设有任何其他原因，仅凭持续买进看跌期权就能获利是不大可能的。例如，如果你认为你的投资组合中的股票超买了，你想保持你的账面利润，买进看跌期权可以作为一种保险来保护你的股票头寸。

（2）看跌期权到期作废。如果你在期权到期前不采取任何措施，那么买进的看跌期权将会变得无价值，并且会损失你先前支付的全部权利金。当你购买看跌期权，当且仅当标的股票市场价值下跌时，你才获利，如果股票价值保持在敲定价格水平或之上，你的看跌期权无利可图。即使股票下跌几个点，看跌期权随着到期日临近而流失时间价值，因此为了保住利润，你需要在到期前股票能下跌足够的点数去抵消你原先的成本，并且用内在价值取代时间价值。

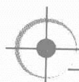
（3）看跌期权履约。如果现行市场价值远远低于你的看跌期权敲定价格，你有权在较高的敲定价格卖出你的 100 股股票。如果你持有股票，并且购买了看跌期权防范下跌的风险，看跌期权履约可以作为一种明智的退出策略。例如，如果你认为某股票初看起来像一个长线潜力股，因此，你购买了一些股票，但是财务状况随后发生变化。如果每 100 股你有 1 手对应的看跌期权，那么看跌期权履约，并且卖出股票能使你保持账面利润，从而解脱你的股票多头头寸。

2.4.1 被忽视的看跌期权的价值

投资者和投机者容易忽视看跌期权策略的潜能，而更关注看涨期权。这是情有可原的。卖出看涨期权时，每手看涨期权能够被手头持有的 100 股股票对冲保护起来，但是看跌期权却不能用同样的方式对冲保护。看跌期权在许多投资者眼里是个异形，是个舶来品。许多人经常祈祷股票升值的潜能，但是不愿意考虑价格下跌的可能性。就投资不可避免的周期性而言，这是不可能实现的。股票价格会涨，也会跌。所以，使用看跌期权或看涨期权来投机价格的运动或者保护账面利润，为许多有趣的策略提供了可能性。

看跌期权在什么情况下最适合保守型投资者呢？多头和空头方面都有多种看跌期权的可行方案值得考虑。最著名的是买进看跌期权作为保险。如果每 100 股股票买 1 手看跌期权，就能留住你的账面利润。当股票价格下跌时，看跌期权权利金升值，所以，一旦股票价格低于看跌期权的敲定价格，股票价值的损失可以用看跌期权升高的权利金价值来补偿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种账面利润的保护形式（一种保险），是一种保守的投资策略。你支付看跌期权的权利金因为你担心股票价格已经涨得太快，但是你又不想平仓股票获利。这种情况下，你可以用看跌期权在持有股票的同时保持账面利润，甚至可能用不着卖出股票，这种保险并不一定很昂贵，正如你可以在可扣除和付费的不同水平上选择保险，你也可以根据它们的成本和保护程度选择看跌期权。如果你想保持你的账面利润，按接近现有市场价值的敲定价格购买了看跌期权，那么意味着你支付了一个很高的时间价值的权利金。如果你愿意冒风险，那么你可以在低一点的敲定价格购买看跌期权，这样会相当便宜但保护程度较少。如果你以 42 美元的价格购买了 100 股股票，但是今天市场价格为 52 美元，你获得 10 个点的账面利润。如果你买敲定价格为 50 美元的看跌期权，你想保持那 10 个点里的 8 个点，可看跌期权很贵；如果你买了敲定价格为 45 平均的看跌期权，你仅保持了 3 个点的账面利润，但是看跌期权便宜得多。

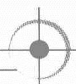
2.4.2 看跌期权的保险成本

看跌期权具有有限的生命周期，因此你的保护策略只能延续至到期日前。用看跌期权来保险就得周期性地替换看跌期权。再拿类似健康、私房房产或者人寿等保险来比较，它们需要定期支付保险费。支付保险费的价值取决于保险费成本和所能提供的保护。

购买看跌期权能使投机者提供更多利润。卖出看跌期权——做空，代表着与做多策略完全不同的一种风险。但是并非必定高风险。事实上卖出看跌期权可能在你的证券投资组合中是一种可行的投资策略。

卖出一手看涨期权可以简单地用持有 100 股股票来对冲，这种关系削减了市场风险，并且将一个高风险的策略转变成为一个非常保守的策略。但是，看跌期权不能用同样的方式对冲，存在着重要的不同之处。一个无保护的看涨期权代表了巨大的风险，而无保护的看跌期权只是有限的风险。在最糟的情况下，股票价格只能跌为 0，因此，潜在风险是有限的。实际上，一支股票的可能市值在高于 0 的某一个位置有一个“地板”水平，并且，这种水平是主观想象的。你可以将这个价格的地板水平定义为技术支撑线、每股的账面价值或者近期交易形态的底部。需要注意的是，看跌期权的敲定价格与可能的每股最低交易价格之间的价差才是真正的风险，大多数却把技术支撑位当作那个可能的最低价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果我们接受一个特定价格支撑线也是一个可能的最低交易价格，我们就会接受卖出看跌期权的风险。那种风险在你卖出看跌期权时被你收到的权利金价值充分补偿。如果考虑到其间的时间价值，净风险就会很小了。记住，对于投机者来说，购买看跌期权时间价值权利金是一个大的风险赌注。但是对于卖出者来说，时间价值就是利润，时间价值下跌得越多，卖出看跌期权的利润越高。你可以回顾最近的股票交易区间去判断卖出看跌期权的安全和风险。

2.4.3 保守型的交易建议：卖出看跌期权

卖出看跌期权是一种保守的投资策略吗？这分很多种情况，我们必须假定几种要素，从而可以推断出在保守的投资策略中卖出看跌期权是合适的。

（1）敲定价格对于股票来说是一个比较公平的价格。无论什么时候卖出看跌期权，你必须接受一种可能性，就是你的看跌期权履约。你必须接受敲定价格就是你愿意支付的股票价格。

（2）所收权利金与敞口风险相称。当你卖出期权，你获得权利金，权利金和持有的时间长度取决了履约的可能性，这个判断必须正确。

（3）风险范围是最小的。考虑在看跌期权的敲定价格和你估计的股票支撑价格之间的套利价差，减去看跌期权权利金，还剩多少个点？这是判断是否卖出看跌期权最可靠的方法。

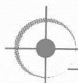
（4）最终，你愿意接收股票。无论你什么时候卖出看跌期权，你应该愿意获得股票。如果你确实不想持有股票，那么你不应该卖出看跌期权。作为一个保守的标准，你应该愿意在看跌期权敲定价格接受指定股票。

例如，你已经关注一个公司好几个月了，并且你喜欢它的业绩。这只股票现在价值为每股 62 美元。你决定如果股票下跌到每股 55 美元，你将会买入 100 股。作为替代，你也考虑卖出看跌期权。你分析这些价值并且得出结论这将会是个明智的举动。在你看来，可能的最低交易价格是每股 46 美元，比你的目标买进价位每股 55 美元低 9 点。敲定价格为 55 美元的看跌期权目前价值为 6（600 美元）。

下面是这几种价格关系的风险概括：

看跌期权的敲定价格	55 美元
估计的支撑位	46 美元
总风险利润	9 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



减去：	看跌期权权利金	6 美元
	每股净风险	3 美元

你会卖出敲定价格为55 美元的看跌期权吗？如果股票价值降低到每股55 美元以下，看跌期权会履约。你的敞口风险实际上在每股49 美元的水平上（55 美元的敲定价格减去6 个点的权利金）。权利金完全由时间价值组成，净风险为3 个点。卖出看跌期权的持仓时间越长，时间价值流失越多。如果设定的风险最小，这才是保守投资组合中最明智的策略。如果为了获得增值潜力很大的股票支付很高的保证金，就无所谓风险了。

2.4.4 看跌期权作为替代买入的形式

卖出看跌期权可以被认为是一种替代买入的形式。当你比较卖出看跌期权的风险和直接买入股票的风险，这就有意义了。再来考虑先前的例子中的替代选择。如果你今天买了股票，你的成本是每股62 美元。如果你的股票市场价值在下跌，每跌1 个点每股就亏1 美元。如果跌到每股49 美元，那么你买入的股票损失为1 700美元。与卖出看跌期权的替代方案相比，买入100 股股票的风险更大。在这种情况下，你最好卖出敲定价格为55 美元的看跌期权。在已经考虑卖出看跌期权收到的权利金后，你的净成本为每股49 美元，等于那时的市场价值。

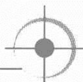
这种分析方法（两两比较分析方法）证明了现实的比较如何有助于界定你的风险水平。如果我们一开始就假定卖出看跌期权是高风险，那么我们就无法超越这个结论。这在多种情况下也是适用的，卖出看跌期权确实存在很高风险。如果卖出看跌期权而不想持有股票，那正好违背了你的保守的标准。任何基于期权的策略分析应当包括前期对标的股票及其基本面强弱的全面分析，以及对价格波动性的研究。如果你在权利金最贵的水平买进平仓你在一个高风险股票上的看跌期权空头，那绝对不是你愿意做的事情。先前的例子证明了，在恰当的情况下，用看跌期权作为一种替代买入的形式不失为一个明智的决定。

2.5 上市期权和长期股票期权

按照惯例，期权风险评估基于一个很短的期限，上市期权一般为8 个月或者更短。日渐流行的长期股票期权（长达36 个月）改变了这种分析。即使对于



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多头头寸，考虑到未来还有两三年的余地，对于时间价值不断下降的风险也会另眼相看。

长期股票期权的可用性使得多头头寸在更多的情况下变得可行。长期股票期权包含更长的时间价值，当然，时间价值就是由于时间有价值。因此与 6 个月或者 8 个月的时间范围相比，24 个月或者 36 个月的期权无论对多头头寸和空头头寸却有着更大的潜力。

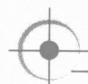
例如，在保留未来买进股票的选择的同时，用长期股票期权来放大资金的杠杆作用是非常可行的，也能减少购买期权的成本。在第 6 章“替代买入股票”中我们还会解释替代买入策略是如何起作用的。现在，我们仅仅提出这种在市场中更有效力的策略方法。

2.5.1　在波动的市场中买入看涨期权

假定你在关注几只不同的股票，你相信随着时间的逝去都有增值的潜力。问题是市场最近一直非常波动，你不能确定是不是选股的好时机。这种常见的状况即便对于保守型投资者也难决断。基本面支持长线看好，即使如此，你也不能确定一支股票的短期走势。每年的周期变化，外部的经济力量还有市场和区间走势都会影响你何时作出决定。在这种环境下，买入长期股票期权要比买入股票有意义得多。作为最初的风险分析，你不可能损失超过长期股票看涨期权的权利金成本，因此初始的市场风险是较低的。同时，在看涨期权中持有多头头寸，你将获得在到期前的任何时候买进 100 股标的股票的权利（但不是义务）。如果长期看涨股票期权还有 30 个月到期，从现在到那时，很多事情都有可能发生。

风险就是股票市场价值不会增长，或者，即使会增长，其增长幅度不能足够抵消时间价值的成本和充分肯定投资的正确性。有一种解决方法，你可以通过卖出同一股票的看涨期权来减少买入长期看涨期权的成本，只要卖出的看涨期权先于买进的看涨期权到期。或者，只要卖出的看涨期权的敲定价格高于买入的看涨期权的敲定价格，就不会有市场风险。例如，你买了 30 个月后到期的敲定价格为 50 美元的看涨期权，接着你卖出了一个 21 个月后到期的敲定价格为 55 美元的看涨期权。如果股票市场价值上升，卖出的敲定价格为 55 美元的看涨期权会履约，你会很满意地将你的看涨期权多头履约，交易获利 500 美元（55 美元卖，50 美元买）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者，如果卖出的看涨期权到期，可以用其他月份的看涨期权替换。在这种“有保护的期权”头寸下的一种可能的情况是：卖出看涨期权的时间价值降低，可以获利平仓并换手成另一期权。只要记住法则——较高的敲定价格，较早的到期日。同时，空头头寸的数量不超过多头头寸的数量，你就可以如愿地卖出有保护的空头头寸。基于标的物的理想价格变动，从卖出看涨期权获得权利金能够偿还整个长期股票期权头寸的成本是完全有可能的。这里没有肯定，但却是可能的。

最基本的长期股权投资策略概括如图 2-2 所示。

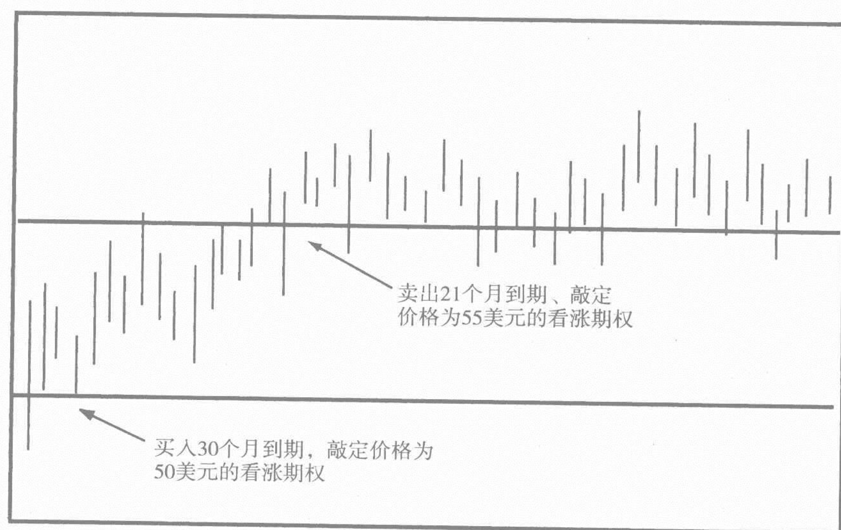


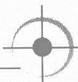
图 2-2　买入和卖出看涨期权的交易策略

在图 2-2 中，你可以看到这个策略有两个分支。首先，你买入一个敲定价格为 50 美元的看涨期权，然后你卖出一个敲定价格为 55 美元的看涨期权。为了避免一个无保护的空头头寸，敲定价格为 55 美元的看涨期权应该和买入的看涨期权到期日相同，或者更靠前。如果卖出的看涨期权比买入的看涨期权存续时间长，你将面临一段时间内卖出的看涨期权是无保护的。

本例证明了标的股票的理想价格变动只涉及微小的几个点。你希望多头头寸增值以便晚些时候可以看涨期权履约，同时，你不想看到空头头寸价值增长，因为你希望它到期作废（或者希望将来平仓获利）。记住，策略的目标是双重



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的。首先，你想要有能力将买入的看涨期权履约，并且按敲定价格买入 100 股股票。其次，你想要用一个“有保护”的高敲定价格看涨期权的空头头寸来减少多头头寸的成本。

在“有保护的”一词上加上引号是因为本策略不同于用 100 股股票来对冲保护一个看涨期权空头头寸。有保护指的是头寸的对冲平仓，即一个是多头，另一个是空头。如果空头期权履约，你能用多头头寸去履行义务，这使得你从成本和潜在履约两方面都能减少风险。用有保护的期权作替代买进策略并不复杂，对于保守型投资组合来说，可能是明智之举。这个问题在第 6 章进一步探讨，要点在于：长期股票期权不仅拓宽了策略的可行性，而且使得风险多元化解成为可能。

2.5.2 在有保护条件下的运用长期股票看跌期权

长期股票看跌期权的运作原理和上面提到的是一样的。例如，你可以购买长期股票看跌期权来保护已有的股票多头头寸，通过卖出看跌期权减少保险成本，其到期日早于多头看跌期权，或者具有较低的敲定价格。这个基本策略——组合买入看跌期权和用卖出看跌期权加以保护——概括如图 2-3 所示。

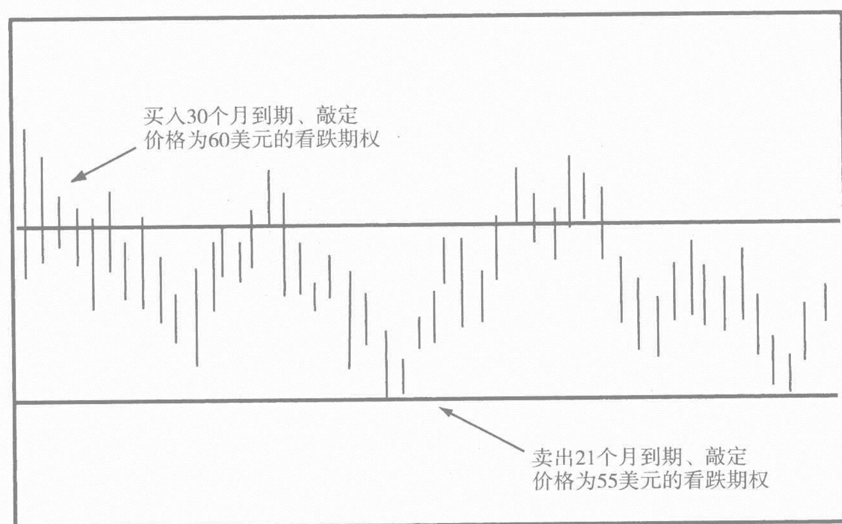
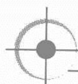


图 2-3 买入和卖出看跌期权的交易策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此图与先前所述的替代购买正好相反。不同的是看跌期权取代看涨期权。这个策略假定标的股票价值向下或以很小的价格幅度成交。保护看跌期权的目的是减少履约风险和随之而来的损失，同时，减少买入看跌期权的成本。这个策略的风险是有限的。如果股票价格涨到敲定价格以上，那么，损失仅限于多头和空头看跌期权头寸之间的净成本；如果股票价格低于卖出的看跌期权敲定价格，履约时可以用买入的看跌期权来对冲。（这意味着无需被迫买进 100 股股票，你可以简单地将你买进的看跌期权履约，从而，你还能获利 5 个点，敲定价格为 60 美元的买入看跌期权和敲定价格为 55 美元的卖出看跌期权之间的敲定价格差额。）

如果你预测的股票价格运动轨迹是正确的，这些策略——用更短期的空头头寸保护多头期权头寸，就是最有效的，当然，这一条适用于你采用的任何策略。当标的股票的市场价格随着时间逐渐上涨的时候，看涨期权策略是有效的；当价格下跌时，则看跌期权策略会是比较好的方法。运用这种策略的智慧基于准确判断中期波动趋势的能力。该策略使多头期权头寸比纯粹的投机方法，更加切实可行，但不能保证利润。使用多头期权策略的总体目标就是在最坏的情况出现时能够有更多的机会，使你实施策略免受损失或者损失最小化。对于看涨期权，你可以将看涨期权履约获得低于市场价格的股票；对于看跌期权，你可以给已有的股票多头头寸保险并降低维持这一保险的成本。

2.6 交易策略与投资组合目标相协调

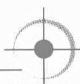
你用期权的根本目的应该是扩大或者保护你的保守目标。如果你的目标仅仅通过买进股票就能实现而无需使用期权，那么，原则上你应该拒绝所有其他可选方案。尽管如此，一些期权策略非常令人信服以至于未经深入的研究是无法拒绝的。

值得考虑的保守策略必须与一个更宽泛的总体策略相协调。以下几个基本的策略将会在第 4 章，第 5 章和第 6 章中有更具体的解释。

（1）用多头看跌期权保护股票多头头寸。你的保守型股票头寸，持有了很长时间，不应该受短期的价格不确定因素的影响。如果我们接受道琼斯理论和随机漫步理论的规定，我们意识到短期价格运动对于判断长期趋势是不可靠的。作为一个保守的投资者，你会依据基本面指标作出你投资组合的决定，你会经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



常查看发表的预测走势的金融报道。理论上，你可以简单地忽视短期价格变动，而不用关心现有市场的波动。实际上，整个市场的价格循环波动是令人不安的，甚至对保守型投资者也制造难题。（详看第 4 章）

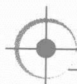
在你认为市场见顶的时候，战略性地适时买进看跌期权可以作为一种确定入市的时机方法。你想继续持有股票作为长期投资，因此你不倾向于平仓获利，但是你关心短期的账面利润缩水，即使这种关注和你的长期投资目标相矛盾。购买看跌期权有两大理由。第一个理由，如果你是正确的，你的股票当时高估，买入看跌期权将变得有利可图，那些利润将会抵消不可避免的价格回调。第二个理由，股票的基本面指标在价格发生波动的同时也在变化，事实上，意外的波动可能预示着基本面变弱。这种变化会影响到你对这支股票作为安全的长期投资的观点，此时，你可能会处理股票。如果你想要处理股票时，股票市场价值走低了，你将不得不承担损失，在远离高位时卖出。然而，如果你在价格顶部附近买入看跌期权进行保护，那么，你现在就多了一个机会。在你持有股票的同时，你可以卖出看跌期权平仓获得短线利润，或者将看跌期权履约按较高的敲定价格处置股票。

在这种方式下，你可以得到两个目标。第一个目标，在顶部价格附近锁定了卖出价格（固定的看跌期权敲定价格），从而保持了你的账面利润。第二个目标，当你对这个上市公司的观点发生变化时，可以处置股票。

在这个例子中，用看跌期权作为保险与你的保守型目标完全保持一致。我们从来没有假定保守的意思就是我们选择了一个投资组合并且保持不变，而不管基本面怎么变化。相反，你会持续关注财务状况报告并且改变你的投资组合，以确保基本业绩与你的投资组合相匹配。价格变化也许会超前于财务状况变化或者操作的结果。所以，对于用看跌期权来保护账面利润来说，价格变化是可靠的指标。

（2）对股票多头头寸卖出有保护的看涨期权，最著名的保守型期权策略是传统的有保护看涨期权。在这个策略里，你对于拥有的每 100 股股票卖出 1 手看涨期权是可行的，如果看涨期权履约，在股票上会产生你乐见的资本增值，换句话说，如果你不愿意你的股票用于履约，你就不应该卖出有保护的看涨期权。假定你愿意接受履约这一后果，你可以用类似期权转月展期的技巧实现收益最大化。合适地选定有保护看涨期权策略可以产生持续的现金流收入。作为卖出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有保护看涨期权的代价，你的风险是失去增长的市场价值，当股票价格上涨超过敲定价格，并且看涨期权履约，你的股票将被卖出。然而，当你与保守型市场风险投资组合所产生的定期和可靠的现金流相比，显然，卖出有保护看涨期权能够优于市场的平均水平，而且，不增加市场风险。卖出有保护看涨期权，还能降低你的股票原始成本，所以，你的利润得到更多保障（详见第5章）。

当所有的必需要素都存在的时候，传统的有保护看涨期权策略才变得有意义，并且适合你的保守型风险情形：如果发生履约时，你愿意接受，履约会给你的投资带来一份不错的回报；总的说来，该策略在保持长期投资组合的同时，还能产生短期利润。在这些例子中，股票被卖出，你可以换手为另一种股票，或者用看涨期权多头作为替代买入计划（详见接下来的第（3）点）。

（3）期权作为替代买入计划。三种基本的保守型期权策略中，替代买入计划是最复杂的。只要总体标准不变、优先顺序给定，所能采用的各种方法都能较好地符合保守型的投资组合。期权交易者的一个常见陷阱就是对某一特定策略的潜在获利能力感兴趣，而忽视了更为重要的投资组合目标。替代买入是保守的，因为它提供了按某个固定价格买进股票的可选方案，或者，当价格趋势不能延续时，可以用多头期权来限定损失。限定损失的途径有两种：第一种，你的损失不可能超过你支付的多头权利金；第二种，当你使用长期股票期权时，只要卖出的看涨期权是到期日较早和敲定价格较高的合约，你就能用卖出做空的方式来平仓看涨期权多头头寸。如果用看跌期权空头来替换看涨期权多头，替代买入同样有趣。最先进的策略包含卖出有保护看涨期权同时卖出无保护看跌期权。在第6章，一个更为详尽的例子将会阐释这种复杂的策略，并且说明为什么是保守型策略和如何在你的投资组合中持续地产生额外的现金流。（详见第6章）

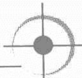
2.7 期权和股票的波动率：风险的核心要素

风险的全部问题集中在期权决策和保持保守型投资组合的结构和主题上，价格波动率可能作为一种最重要的风险衡量指标，直接关系到期权的选择。

当你选择股票的时候，你决定是遵循基本面分析，还是技术指标，或者两者结合分析。保守型投资者倾向于基本面分析，那么相对于图表和价格趋势，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你可能更喜欢看财务报表。然而，使用期权，你就面临一个不同的安全判断标准。因为期权没有自己的有形价值，所以它没有相应的基本面。股票的基本面对选择股票极其重要，特别是如果你打算卖出有保护的看涨期权。然而，对于期权，你需要比较波动率来决定现在是处于安全还是危险的水平。

期权的权利金水平是股票波动水平的许多技术指标中的一个，股票价格波动越剧烈，购买这个股票的风险越大；而股票风险越大，期权所包含的利润空间越大。期权的波动率受几个特性影响，包括距离到期日时间，股票市场价格到敲定价格的接近程度，在某种程度上，还有整个市场的波动率（通常以指数运动来衡量）。

2.7.1 波动率的批判性分析

作为一个保守型标准，你必须平衡股票和期权的波动率（作为风险水平衡量标准）和期权潜在的权利金收入（作为机会成本的衡量工具）。问题的两个方面——风险和机会是相关的，当然，不能单独评论这些。期权交易者通常被卖出有保护看涨期权的高额权利金所误导，从保守型投资的标准出发，寻求卖出高权利金期权是错误的，接着买进股票主要为了对冲保护看涨期权，这是一个高风险的投资组合选择程序。假如期权价值能用公式计算，问题就简单了。从逻辑上讲，权利金水平似乎应该由相关的各种因素确定。当合约临近到期日的时候，时间价值可预见性地大幅下降。从定义上讲，内在价值基于股票价格运动也可以预见。股票的当前价格与期权的敲定价格的接近程度也许通过一种可预见的方式影响期权估值。但是，这些期权的理论价格标准仅是起点，期权确实常在它们的计算价值水平附近卖出，期权真正的买卖机会也得以发现。因为市场是无序的，所以变化时有发生。期权交易者像所有的投资者一样，通过预测未来的波动率来影响价格，在特定的期权交易成交量中可以明显看出。一些事件，例如当期收入报告或者新的声明，能引起较高的波动率，它意味着预期的改变。期权交易者对未来潜在利润的预期确实是期权定价出现偏差的真正原因。

2.7.2 免费的 20 分钟延时报价

专业的期权交易者通过许多公式来发现隐含的波动率，来选择有利价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期权合约。然而，选择大可不必如此困难。如果你对期权进行比较研究，你可以毫不费劲地找到高于平均水平的权利金。例如，芝加哥期权交易所网站上免费提供的期权 20 分钟延时报价，你能检验所有期权产品。例如，你能限定地搜索：①你已经拥有的股票；②市价比期权敲定价格低 5 个点以内的股票；③离到期日差 6 个月的股票。这些标准提供可供比较的期权，并且容易计算各自的期权回报率，用期权的权利金除以股票当前市场价值（不要用你的股票原始成本价，因为你的原始股价因发行不同而不同，而以此来比较是无效的）。

> 有价值的资源：
>
> 芝加哥期权交易所网站提供许多免费的期权交易信息，包括所有上市期权和长期股票期权合约，请看 http：//www. cboe. com/home 了解更多信息。

需要指出的是你不必潜心于研究复杂的公式或者精通期权的技术面，这个过程类似基于价格高低、红利收益和交易区间去选股，如果这些分析都比较到位，你就能轻松地发现便宜货。

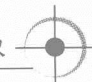
2.7.3 布莱克—斯克尔斯定价模型

那些用复杂方法来做更多投机交易的职业期权交易者乐于用更先进的波动率衡量方法，例如众所周知的布莱克—斯克尔斯公式。对大多数投资者，布莱克—斯克尔斯公式太复杂了，意义不大。一个更加实用的方法是：基于当前期权权利金和距到期日的时间建立简单模型，依据敲定价格和股票现价之间的趋合可能性进行估价。

1973 年，布莱克—斯克尔斯模型发表在《政治经济杂志》中一篇题为“期权定价和公司债务”论文中。在那时，期权是股票市场上的全新工具，建立期权理论是为了依据股票价格、敲定价格、波动率、距到期日的时间和短期利率来确定期权的理论价值。

你的目的是找到期权的公正价格，并不需要复杂的分析，你可以简单地审视你已拥有的股票的期权并保持简单的比较分析。为卖出有保护的看涨期权而选择股票应该基于几个初始假设。首先，你必须愿意接受履约这一可能的结果。如果履约发生了，在股票上产生了资本利得，来自股票和期权两个方面的回报率证明了有保护看涨期权头寸的正确性。如果你把投资组合中的股票都进行这些测试，那么，在相同价格和时间段比较，当前期权价格就是一种发现价值的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可靠方法。

你也可以质疑发现一个高价期权的必要性，期权的高回报率也许足够证明卖出有保护看涨期权的意义，尤其当你的股票从你当初买进的价格已有增值的时候。例如，你在每股 34 美元买了一种股票，你想卖出敲定价格为 35 美元的期权，资金利得空间很小，扣除交易费用，可能净亏损。但是，如果你在每股 34 美元买入的股票现价是 74 美元，卖出敲定价格为 75 美元的看涨期权，将产生实质的利润，一旦履约，你将会获得总的资本利得 4 100 美元，外加分红收入和期权利金。随着股票增值这种结果都会成为可能。所以，只要股票的基本面持续有利于你，卖出有保护看涨期权就是一个盈利的好主意，无论期权是否履约，你都能够得到一个好的回报率。

2.7.4 发现你的市场机会

考虑到一个增值股票的潜力，卖出有保护看涨期权是一个利用账面利润创造额外收入的方法。在这种情况下，你不需要期权权利金的高波动率，哪怕隐含波动率很小或者没有也能得到很好的收益。作为通常的规则，你应该为适应卖出有保护看涨期权设定一个最小的回报率，为了达到这一标准你需要同时调整敲定价格和到期日。例如，你应该决定当你的年回报率在 10% 或以上卖出有保护看涨期权。

另一个要考虑的是时间价值，上市期权可能的存续时间最多有 8 个月。但是，如果你研究长期股票期权作为有保护看涨期权操作的备选方案，你发现离到期日还有 24 ~ 36 个月，时间价值非常高。你可以卖出比市价股票高 5 ~ 10 个点的看涨期权来赢得好的回报率，如果股票价格上涨到敲定价格以上，你就可以展期头寸规避履约。你能接受履约并从看涨期权的权利金中得到现金收入，或者平仓掉由于减少了时间价值权利金的空头期权。包括长期股票期权在内，它们也被列入芝加哥期权交易所网站“延时期权报价”中，从网页主页输入股票代码，所有的期权和长期股票期权都被列出，因为长期股票期权合约的时间价值巨大，所以长期股票期权能极大扩展潜在的利润空间。

表 2-1 列出了我们的样本投资组合中的 10 种股票投资的样板本票的收益比较，概括了期权权利金在距离到期日 3 个月、15 个月和 27 个月的水平。每个例子中，选择的看涨期权是距当前敲定价格最近的虚值看涨期权。期权权利金除以当前股票价格得出初始收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

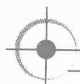


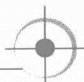
表 2-1　看涨期权收益率的比较*

股票	股票价格/美元	敲定价格/美元	权利金		
			3 个月	15 个月	27 个月
克洛罗克斯公司	55.91	60	0.50	2.85	5.10
%			0.9%	5.1%	9.1%
年化收益率%			3.6%	4.1%	4.0%
可口可乐	38.90	40	0.85	2.55	4.00
%			2.2%	6.6%	10.3%
年化收益率%			8.8%	5.3%	4.6%
埃克森美孚公司	48.70	50	1.00	3.10	4.50
%			2.1%	6.4%	9.2%
年化收益率%			8.4%	5.1%	4.1%
房利美公司	67.65	70	2.60	6.20	8.30
%			3.8%	9.2%	12.3%
年化收益率%			15.2%	7.4%	5.5%
联邦快递	87.78	90	2.50	8.20	12.30
%			2.8%	9.3%	14.0%
年化收益率%			11.2%	7.4%	6.2%
通用动力公司	100.01	100	3.80	9.90	13.90
%			3.8%	9.9%	13.9%
年化收益率%			15.2%	7.9%	6.2%
J. C. 彭尼公司	38.20	40	1.20	3.90	5.70
%			3.1%	10.2%	14.9%
年化收益率%			12.4%	8.2%	6.6%
百事可乐公司	48.48	50	0.85	2.90	4.30
%			1.8%	6.0%	8.9%
年化收益率%			7.2%	4.8%	4.0%
华盛顿互惠公司	38.43	40	0.70	2.55	3.10
%			1.8%	6.6%	8.1%
年化收益率%			7.2%	5.3%	3.6%
施乐公司	14.32	15	0.45	1.70	2.55
%			3.1%	11.9%	17.8%
年化收益率%			12.4%	9.5%	7.9%

注：1. *2004 年 10 月 24 日收盘价，1 月份到期的看涨期权。

2. 数据来源：芝加哥期权交易所，http://www.cboe.com/home。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从 3 个不同的看涨期权的比较得出，持有的看涨期权的时间越长，得到的表面回报率越高。为了准确地分析，我们必须年化收益率，以 1 年来反映他们的收益率，我们处理 3 个月、15 个月、27 个月的期权时，如果转变为以 1 年为单位。例如，J. C. 彭尼公司看涨期权情况如下。

3 个月期权：(3.1% ÷3) ×12 = 12.4%

15 个月期权：(10.2% ÷15) ×12 = 8.2%

27 个月期权：(14.9% ÷27) ×12 = 6.6%

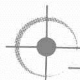
以上演算显示出卖出短期合约比卖出长期合约有更高的利润率。为了使 3 种选择的比较更加有效，例中的年化法假定所有期权一直持有到期。实际上，履约在期权处于实值的情况下都可以发生，长期期权合约在一个更长的时间段里，放大了敞口风险。在本例中，短期看涨期权不但年收益高，而且因为时间短、履约风险小，所以更受欢迎。

在卖出期权中，你也面临一个再投资的风险，你可能用 3 个月的看涨期权合约获得年化收益率 12.4%，但它不可能每 3 个月都重复这个经历。那么，在比较两个或更多期权选择的时候，用当前年化收益率进行研究是卓有成效的，但它不意味着你能全年保持这种趋势。

然而，只要一个年化的收益率比其他的更好，只要你接受股票会被卖出的可能性，你就发现年化回报分析是重要的。在这个例子中，看似 3.1% 的回报率（J. C. 彭尼公司）实际上可以年化变成 12.4% 的收益率。这个策略的有效性是假设：①你愿意接受履约作为一种可能的结果；②你的股票原始成本远低于市值水平；③你愿意从一个或几个备选期权中得到回报率。必须考虑到时间与回报率之间明显的消长互补关系；如果你卖出一个越短期的看涨期权合约，它的时间价值下降得越迅速，它可能平仓或持有至到期日，或被其他看涨期权替代，甚至可能有一个更高的敲定价格。长期期权的时间价值下降所需的时间也较长，较长的持有期间也代表了履约的敞口风险越大，一旦股票在期权持有期间大幅上涨，你必须接受履约或展期换手成新开仓的空头头寸。

你也必须小心不要掉进低价股票的陷阱中。从表 2-1 中可看出，有 5 支股票的 3 个月看涨期权收益率达到两位数，但履约临近的时候，时间价值加速下降，这是表中最吸引人的年收益。他们当中的一个是施乐，3 个月期权仅 0.45（45.00 美元），然而，年化后期权收益率达到 12.4%，那么，即便现在卖出，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



施乐股价仅14.32美元，它的年化收益率还是很高的，它的收益率同彭尼公司相同。实际上，彭尼公司的股价接近施乐的3倍，通过这个策略，用100股彭尼股票和1手期权，或者300股施乐公司股票和3手期权，能产生大体相同的结果。

这个研究揭示出寻找短期有保护看涨期权更有意义，原因有以下几点：①到期日临近，时间价值流失更快；②履约的敞口风险小于长期看涨期权；③年化收益率更大，那么在你卖出随后的远期看涨期权时，可以更多地选用到期较早的期权。

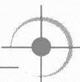
如果我们不考虑这种分析的资本利得，你必须知道在你的原有成本和看涨期权敲定价格之间的套利价差关系，这种判断对有保护看涨期权策略是否理性是必要的。由于履约是可能结果之一，你就不能忽视它，当你在每股10美元买入彭尼公司和每股35美元买入该股，履约的可能性显然是不同的。

2.7.5 限定你的交易策略为保守型

记住保守型期权交易的基础前提：有保护看涨期权策略仅被用于基本面良好的股票，你因为它们的价值而买进，而不能简单地用在卖出高隐含波动率的期权。当股票具有强势基本面和同等增长潜力的时候，你可以把履约作为二次投资的一部分。然而，如果看涨期权直到到期日都没有履约风险，就可以开仓卖出一个新的有保护看涨期权，这种过程可以无限重复。如果运气好的话，你继续接受分红并免于履约，同时，股票市场价值随着时间上涨。这个特定情节（股票有很强的基本面、长时间的成长性、稳定的分红收入和反复地有保护卖出看涨期权）使得有保护看涨期权策略得以实现最大化。

期权波动率对于所有围绕它的细节研究和技术研究来说，并非一定是保守型交易策略选择期权的唯一决定因素。它是重要的，但对于不同情况下的总体回报率来说更重要：履约、到期和平仓。总回报以股票的原始成本为基础，具有极大的弹性。还要记住，考虑到你把自己限定为保守型投资者，也许选择平均水平的期权和股票来共同回避高波动率更为可取。如果我们接受高波动率表明高市场风险这个理论，考虑卖出有保护看涨期权根本就不是一个好的建议。如果股票的风险水平上升，标志着股票本身就应该重估。你是否应该卖出这个股票而寻找更安全波动率的可替代产品呢？你最好坚守以基本面分析为基础的保守型股票标准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用“典型”价格卖出期权，远离高于平均波动率的股票和期权。

回避高于平均波动率的股票和期权的方法对你的保守型投资组合很有意义。如果你将操作限定于股票多头头寸，你必须连续监视你的投资组合；如果基本面发生变化，你就会卖出多头头寸。不但要坚持这个原则而且要把期权权利金的隐含波动率作为一个危险信号，促使你考察其他指标来决定是否持有股票。

2.7.6　鉴别收益的质量

选择期权的最后一句话还是要回到收益质量决定股票资质㊀的理念，基本面仅适用于股票，因为期权没有实际价值。那么，当期权的隐含波动率异动，它一定有原因，这是股票本身的基本面力度（收益质量）也发生改变的一个征兆或信号。预期是股票市场活力的源泉，许多决策源于对未来的风险、利润和一些其他已知基本面的变化的预期，坚持你的保守型标准，那么波动率高的期权利金也许不但不是一个有保护看涨期权的机会，而是一个更大的警戒信号。

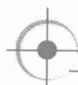
2.8　期权交易成本分析

风险分析通常涉及许多小领域，而且容易忽略进入利润领域的各种因素。当你处理一个单独的期权交易，交易成本是特别棘手的每个合约的成本相对较高。为了保证举例清晰，本书选用单边期权来举例。但在实际中，交易成本在双边交易中都影响你的利润，交易费用差别很大，所以，你应该货比三家，你也许发现你通常用来执行股票交易的经纪商并不一定能提供期权交易的最佳价格。

多合约交易的问题增加了风险的暴露，一心用 10 手期权仅为降低单手合约交易价格是毫无意义的，用那么多合约，增加了 10 倍风险，有意义吗？也许在一些场合可行，但减少交易成本不是应用多期权合约的首要标准。决定因素是潜在的回报以及与投资组合中总体保守目标相匹配的风险水平。例如，你有 1 000股股票，你决定针对 300 股股票卖出有保护看涨期权，但你不想针对所有

㊀ 收益质量是指公司基本面状况及其长期增长潜力。高质量的收益是指更强预期的长期增长，而不是主要来源于意外回报。该术语的一个定义是：收益高低来源于更高的销售或更低的成本，而不是对诸如存货升值进行非正常会计调整所产生的人工利润。（www. investopedia. com）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的 1 000 股卖出看涨期权；一旦履约，你将获利于权利金的收入。但你还能保留另外 700 股股票，即便如此，仅仅因为你有 1 000 股股票就卖出 10 手看涨期权也是不明智的。诚然，单位交易成本降低了，但也加剧了你的风险。既然，你不愿意让你所有的股票被卖出，那么你决定仅仅对 30% 持有股票卖出看涨期权，交易成本仅仅是考虑的一个方面。你需要保持另外 70% 的投资组合更加重要，如果 10 手看涨期权全部被履约，1 000 股股票全部出手，你就会后悔这个决定，即使得到了利润。

净盈亏的计算

由于受用了交易服务支付了交易成本，你就应该将该成本计入你的利润结果。例如，在一定数量的期权交易中，交易成本是单边 1/4 点，那你就必须从预估的交易利润水平中减掉 0.5 点（或者在目标平仓价格水平上再加上 0.5 点），交易费用覆盖了开仓头寸的 0.25 点和平仓头寸的 0.25 点。

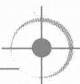
考虑到履约的资本利得，还要包含股票转移的交易成本，那么，一旦你选择的有保护看涨期权的敲定价格与股票的原始成本价格过于接近，你就可能没有利润（甚至有损失）。如果看涨期权履约的话，把一个净亏损安排在有保护看涨期权头寸中是没有价值的，只有在以原始股票成本、分红收入和看涨期权权利金为基础的保守型投资组合的净产出整体获利时才有意义。此外，当我们认为资本利得不作为期权策略回报的一部分时，盈利（亏损）水平必将影响你是否决定开仓卖出期权来保护你所拥有的股票。如果你的原始股票成本比看涨期权敲定价格低 30 点，那么履约将带来 30 点的利润；但如果股票原始成本同敲定价格相同，履约将没有利润，这个事实影响是否建立一个有保护看涨期权的决定。

2.9 期权税负原则：综述

期权的税收政策在很大程度上与其他类型投资相同。从 2003 年开始，股利收入最高按 15% 的比率征税。长期和短期的资本利得都须纳税，但长期资本利得的税率相对较低，也为 15% 。

期权交易的税收政策中有一些非常重要的特殊规定，其中最复杂的是关于卖出实值看涨期权的税收问题。其相关的税务原则将在第 5 章中详细解释。除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



此之外，还适用以下条款。

（1）短期资本利得。如果你持有一项投资的时间少于 12 个月，你将按照短期资本利得纳税。联邦税率最高为 35%。

（2）长期资本利得。如果你持有股票的时间达到或超过 12 个月，你最高将按照 15% 的比率纳税。

（3）虚卖。“虚卖规定”防止你在纳税年度末贱卖股票并马上买回以获得一项损失。因此，如果你抛售股票并在 30 天内将其购回，那么将被认为是在“虚卖”。你将不可以申报这项损失。

（4）未履约的多头期权的资本利得。如果你买入一份期权，则应与其他投资一样纳税。如果期权的持有时间少于 12 个月，则应按照短期资本利得纳税；如果期权的持有时间达到一年或以上，则按照长期利得纳税。

（5）履约的多头期权。如果期权履约，那么你所支付的权利金不会单列将被计入股票原始成本。对于看涨期权来说，你的成本将被计入股票原始成本。对于履约的看跌期权，当你卖出股票时，你所支付的期权费用将会降低你的股票收益。

（6）卖出看涨期权。你出售看涨期权时并不需要纳税，但是当期权头寸了结（到期或买入平仓）时，你就需要纳税。即使你持有空头期权的时间超过 12 个月，所有来自卖出看涨期权的收益都被视为短期资本利得。如果你卖出的看涨期权履约，那么你收到的权利金将调整你的股票成本。

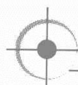
（7）卖出看跌期权税务。当你平仓了结卖出的看跌期权头寸时，你必须纳税。如果卖出期权是以买入平仓或到期的形式了结，那么所产生的收益或损失都应确认为短期的。如果卖出的看跌期权履约，那么你所获得的权利金将调整你的原始股票成本。

联邦税法关于期权交易的规定十分复杂，你可能需要一位经验丰富的税务顾问来帮助你确定应税收入。要确保你的顾问熟知联邦税法。正如第 5 章所描述的那样，卖出实值期权的税收计算非常复杂。在某些情况下，通过卖出实值看涨期权，可将在股票市场的长期资本利得转换为短期资本利得。

2.10 专业顾问和税收规划的重要性

对潜在的税收结果要有足够的认识，在卖出看涨期权之前，你需要向资深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的税收专家咨询，以避免产生更高的税负。在决定采用任何交易策略之前，请确保你已经熟知所有相关的税法规定。

一种可能的税收规划方法就是有意识地创造短期收益。这是一种综合利用期权权利金和资本利得进行头寸了结的方法，不考虑相关的税收结果。当你需要接受结转损失时，这个方法十分有效。每年净损失的抵扣上限为 3 000 美元。许多投资者的损失都不止如此，但他们几乎不可能抵扣所有的损失。但是如果你有类似的损失结转，你可以在本年度的收益中将其扣除。这就改变了整个税收规划。只要短期收益能被结转亏损抵扣，你可能也倾向于获得这样的短期利得，使得你可以在本年度获得收益、增加资本的同时也规避了达 35% 的税负。

在任何情况下，你都须事先向你的税收顾问咨询，以确保你熟知每种交易模式可能带来的收益和损失。直到你开始学习税法，你才会发现期权的基础知识简单易懂得多。

如果你还想获得对期权税法的详细介绍，你可以登陆 www. cboe. com/LearnCenter/Workbench/pdfs/TaxesandInvesting. pdf 订阅或免费下载芝加哥期权交易所的小手册——《税收和投资》。

下面一章将根据收益的计算概略评估风险，并解释当你卖出有保护看涨期权时的展期交易策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章 期权的应用

期权的风险影响着投资者如何操作。感觉有时候是错误的，阻碍我们充分利用保守型期权的所有优点。本章内容主要介绍设计保守型空头头寸的细节，期权策略的保证金需求，在比较基础上计算期权收益。

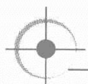
任何投资策略——从简单到复杂的策略均包括很多特性，均可以根据风险、收益率和各种市场条件下的具体策略来定义。期权可能是可以最灵活利用的投资产品。期权可以单独应用，也可以与其他期权结合使用，或者作为对冲工具保护其他头寸。期权有助于利用市场波动，可以应用于非常投机或者非常保守的投资方式。

明确期权在你的长期投资组合中仅充当一种保守投资工具，并了解期权至少有两类交易方式。第一类，大部分的期权交易商主要利用期权作为获利工具。交易商愿意承担更高的风险，使用多头头寸主要用于对冲，以降低期权风险，或者至少他们选择股票主要根据波动率和技术指标而不是基本面的强弱。第二类，股票投资者偏好保守交易。他们主要选择单一股票构成投资组合，使用期权保护账面利润，规避下跌风险，扩大当前收益。只要期权策略符合你的投资组合的保守型投资标准，这就是合适的投资策略。你也许不将期权作为一种独立的投资模式，而是视作完善和保护投资组合的一种方法。

3.1 风险和回报的实质

任何投资决策的评估都涉及风险和回报分析。保守型投资策略基于投资者对风险的敏感并使之成为决策中首要考虑的因素。面对市场的突然变化，保守型投资者不会像典型的投资者那样反应为恐惧或贪婪，因为他们的投资眼光注重长远。保守型投资者不必每日查看指数跳动和成交量变化，只需跟踪某个公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司的基本面信息，依据公司的业绩报表、资本实力和经营情况作出决策。当公司的基本面发生变化时，或者发现成长性和安全性更佳的候选股票的时候，就抛售持有的该公司股票。

一旦涉及期权，风险平衡公式就会改变。某些条件下，投资者有可能不但要改变投资策略来承担以期权为基础的风险，而且在不抛售股票的同时，可以运用期权保护账面利润；或者降低股票成本，提供下跌保护。因为一些期权投资策略可以保护现有头寸减少亏损。期权的恰当运用将强化投资组合的保守性本质。

3.1.1　使用波动率作为测量风险的主要指标

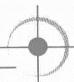
定义股票市场风险性的最通常的方法是价格波动率。这是一个起点。价格趋势越不稳定，市场风险越大，预测未来价格走势越困难。当股价的波动区间拓宽时，情况也变得越复杂。价格波动性对股票投资者来说是一个难题，因为持有不稳定公司的股票就像坐在无尽头的过山车上一样。说起来容易，长期投资者不应该在意价格波动，但是，现实经历中，当看到股票在一个交易日内价格腰斩，下一个交易日内价格却翻倍，紧接着再度下跌的时候，投资者将变得困扰不安。因此，规划任何投资组合都很难。

股票的价格波动率自然而然影响着期权权利金的价值。股票价格波动率越高，期权权利金波动越大。对于仅仅为了卖出有保护看涨期权而买入股票的新手而言，这个现象也许是个陷阱。虽然，初始权利金收益高，但是等到卖出看涨期权到期日时，这些当前收益可能伴随的是令人沮丧的股票价格。卖出有保护看涨期权不能一直作为一种保守型策略，这个概念只适用于当初以保守型的理念去挑选股票的时候。为了保障整体投资组合安全，你可能需要选择接受较低的权利金标准和较低的隐含波动率。

风险与投资机会相互作用是一个不争的事实。风险越高，潜在收益越高；同样风险越低，收益越低。然而，利用卖出有保护看涨期权，你能创造一个例外。假设你首先买入了符合保守投资规则的股票，卖出有保护看涨期权是一个增加短期收益和总体利润的潜在获利方法，且不会带来相应的市场风险变化。这种方法尤其适用于股票从购置日起市值已经增长的情况。当股票的现市值与购买时股票价值水平大体相同的时候，投资者很难从中获大利，因此股票价格



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增长越快，有保护看涨期权策略获利越多、保守性越明显。只要在期权可能履约或者已经履约时看涨期权的敲定价格能带来当前收入，投资者就可以用三种方法之一兑现当前利润——期权履约、让期权到期和平仓获利。权利金收益可以作为不抛售股票而兑现账面利润的一种方式。这些收益可以降低投资者的成本，提供下跌风险保护。

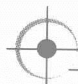
例如，你关注克洛罗克斯（Clorox）公司的股票期权。股票的当前市价是 55.91 美元，你在考虑敲定价格为 55 美元和敲定价格为 60 美元的期权。毫无疑问，你将根据股票的购买价格来选择期权。如果你以 56 美元的价格购买股票，敲定价格为 55 美元的看涨期权的诱惑力就不如敲定价格为 60 美元的看涨期权。当期权履约时，你将在敲定价格为 55 美元的看涨期权中损失 1 美元，或在敲定价格为 60 美元的看涨期权中获利 4 美元。选择合适的有保护看涨期权要求你严格分析持有股票的原始成本，特别注意：如果股票原始成本比两个期权中的任何一个敲定价格都低很多，那么，必须比较期权履约时的具体盈利。研究表明，一份 27 个月到期、敲定价格为 55 美元期权的购买价格是 7.30 美元，敲定价格为 60 美元的购买价格是 5.10 美元。你挑选其中一个期权必须考虑资本利得，即使资本利得已经算作期权回报的一部分。

3.1.2　期权用于降低股票投资风险

对于选择出来的好的股票，期权权利金的期望值很可能限定在一个区间中；换句话说，保守方法选择出来的低风险股票的期权表现出同样的低风险（波动率）。即使处理低风险的股票和期权，你也可以以三种途径获利。

（1）卖出长期期权。长期股票看涨期权（LEAPS）在有保护看涨期权策略中可以带来显著的潜在利润。你可以利用虚值看涨期权以避免履约，因为卖出有保护看涨期权的目的是重复产生当期利润。上市交易的看涨期权很难做到这一点，因为时间价值是有限的。但是当你利用长期看涨期权，权利金水平通常足够高到使这种简单收益比传统的上市期权更具有吸引力。原因就是时间。距离到期日时间越久，时间价值越高。这并不意味着在期权有效期内你必须一直持有这个空头头寸，如果股价有变化，你可以在任何时候进行平仓和替换或者向远月展期。这意味着你可以获得较高的权利金回报，因为长期股票期权权利金的时间价值比短期看涨期权的权利金高得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

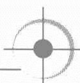


（2）采用卖出有保护看涨期权仅限于利用已经获利的股票。卖出有保护看涨期权的敲定价格与你的股票的购买价格相近将适得其反。一些最高收益的权利金回报都出自当前股价接近敲定价格的看涨期权之中。这使卖出看涨期权的收益率最大化；但是这种策略只有在你购买股票的价格明显低于当前价格的情况下才是明智之举。记住，卖出有保护看涨期权是在不必卖出股票而获得利润、得到下跌保护的一种方法。这个策略解决了每个持股者所面临的两难选择：股票增值和获得利润的诱惑。但是你又不想兑现这个资本利得，不想放弃长期投资。有保护看涨期权解决了这个问题，但是只有你认为履约的收益率回报值得冒这种风险的时候，这个策略才符合你的风险偏好。如果你以每股 28 元的价格购买股票，并且以 3 个点的价格卖出一个敲定价格为 30 的看涨期权，不算交易成本的情况下，履约可以获得 500 美元的利润。总回报率是 17.9%（期权获得 3 个点，股票获得 2 个点，28 美元每股的投资总共回报是 5 个点）。如果计算交易成本净回报要更低一些。现在如果增值到每股 44 美元，你以 3 个点（300 美元）的价格卖出一个敲定价格为 45 美元的看涨期权。如果履约，你不计算交易成本的回报是 19 个点（16 个点是股票上获得的，3 个点是期权获得的），这就有 67.9% 的回报率了。当股票增值的时候，卖出有保护看涨期权可以获得令人满意的收益。很少有投资者会抱怨在没有增加任何风险的情况下获得 67.9% 收益的。这一分析，包括期权和股票的回报，并不是卖出有保护看涨期权一定会发生的。如果不发生履约，你不可能计算股票的利润。你只能基于当前的股票价格考虑期权的利润。例如，当前的股票价格是每股 28 美元，300 美元的收益只有 10.7% 的回报；当股票价格是 44 美元的时候，300 美元的利润就只是 6.8% 的回报了。

（3）展期技术可以避免履约。你想要在增值的股票上利用卖出有保护看涨期权重复获得现金收益，最好的方法就是长期持有一个有良好增长的股票同时能够产生重复的期权利润。如果这个看涨期权的空头被要求履约了，你肯定会高兴地接受高收益，但是同时你更愿意避免履约。当股票的市场价格上升时就会有履约的危险，所以避免履约有两大好处：第一，你可以继续卖出有保护看涨期权并且获得权利金收入。第二，随着股价的上涨，你的股票收益也在上涨。

利用期权展期技术可以做到这一点。这些技术包括平仓当前的头寸和用另外一个期权替换。如果你卖出一个有保护看涨期权并且股票价格上升到接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（或是超过）敲定价格，你避免履约可以通过以下方式：①平掉看涨期权的空头；②开立另外一个到期日更靠后的看涨期权。这个更晚到期的看涨期权的敲定价格可以和原来的相同或是更高。向前展期（履约期更晚）和向上展期（更高的敲定价格）的目的是为了不用付费地展期而避免履约，并且，向前或向上展期还可以增加净权利金收入。在第 5 章“期权用作现金流生成器”这一章，我们还将讨论多种展期技术，向你展示在有保护看涨期权策略中如何避免履约。

3.1.3 另一种波动率

只要你拥有已经增值的股票，利用有保护看涨期权，你就可以创造持续的并且低风险的收益。这个策略发挥作用并非必须价格波动。事实上，如果你接受高波动的技术风险，就违背了你保守投资的标准，并且卖出这些股票的有保护看涨期权也不明智。你首先要做的就是应该买入并持有成长性股票，并且只有在基本面发生变化的时候才替换这些股票。

价格波动是鉴别市场风险的起始点，至少在短期是这样的。然而，股票安全性的一种相关检验是检测基本面的波动水平。在收入和盈利报告中会体现这种趋势的。如果一个公司的运作结果从某种程度上来说是可预测的，每一年的增长模式都相似，这就是基本面波动低的信号。但是如果每一年的收入和盈利变化不规律，高的基本面波动将会转化为基本面水平上的高风险。

下面是把基本面波动作为风险观测指标的一些考察：

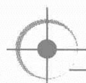
（1）当基本面波动时，你可能看到相应的价格波动。换句话说，股票的价格直接与收入和利润的趋势相关。

（2）基本面的波动和价格波动对于测度安全性都是很重要的；但因为价格波动经常是短期波动，所以它的重要性不如基本面波动大（尤其是当运营趋势长期不可预测时）。

（3）股票价格和基本面波动的相关性是可以被揭示的。当它们不相关时，可能是因为不重复出现的价格极值。如果想要得到可靠的相关性，要研究长期价格图表，剔出下列价格极值：①非典型；②价格变化迅速回调并且回归之前建立的交易区间；③调整的交易区间与基本面的波动水平相关。这种调整是具有统计意义的并且能够确认基本面的趋势。

市场风险（价格上涨或下跌的趋势和价格层面展示的波动性）是可以利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很多方法来管理的，包括期权。最常见的是用卖出有保护看涨期权降低股票成本，获得账面利润。在价格高点适时卖出有保护看涨期权是最有利的。如果你预期超买的短期趋势在不久的将来会调整，卖出一个看涨期权可以很快地产生期权利润。这是获得利润并且不卖出股票的一种方式。

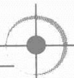
另外一个管理市场风险的方法是利用股票价格趋势的时间期权策略。例如，当价格上涨比你预期的速度要快的时候，在预期趋势将反转的时候你可以买入一个看跌期权。买入看跌期权在正常情况下是被认为是投资策略，但是当你买入相对便宜的看跌期权保护股票利润时，这也是一种保险的形式。一个便宜的看跌期权没有太多的时间价值，并且它还有几个点的虚值。例如，你的股票从每股 35 美元左右上涨到 50 美元；你预期价格将会下跌。3 个月敲定价格为 45 美元的看跌期权的价格是 0.75 美元。考虑到未来几周 10 个点或是更多的回落，目前通过买入看跌期权获得保险比卖出股票获得利润更加明智。你的保守敏感性使你忽略短期的价格循环，但是你也在跟踪着市场，并且你知道这个价格趋势可能对你有利。无论你卖出一个看涨期权或是买入看跌期权，你都可以利用这个价格趋势保护短期账面利润。

作为另一替代方法，你不必采取任何行动。你可以服从保守原则并且决定简单地等待短期趋势结束，提醒你自己公司的基本面仍然支持你继续持有。事实上，在你考虑利用期权之前，你可以一直等待股票的波动率降低。你可以回归到保守的交易策略，利用增值股票卖出有保护看涨期权；这种策略不太适合股票价格波动剧烈的市场环境，即使这时的看涨期权的权利金可能很有吸引力。

3.1.4 丧失机会的风险与期权

如果你决定利用已经增值的股票卖出有保护看涨期权（无论是高波动性或是其他的），漂亮的收益是很现实的选择。如果各种各样的结果都考虑到了，就不存在市场风险。唯一存在的市场风险（股票价格将会下跌），无论你是否卖出有保护看涨期权都是存在的。事实上，卖出看涨期权可以通过降低你股票的原始成本来降低风险。然而，还须考虑另外一种风险：丧失机会的风险。如果股价飙升到有保护看涨期权的敲定价格之上很多，如果履约，你可能失去股票。当敲定价格低于当前的市场价格时，你可能必须以固定的敲定价格卖出你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票。

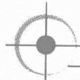
为了卖出有保护看涨期权是否值得冒险失去机会呢？如果你记得最开始你的股票是用保守方法选择，有多少这样的股票可能飙升呢？这种情况当然会发生。但是当你对比从卖出有保护看涨期权获得确定的短期回报和失去股票增值风险的时候，你会意识到卖出有保护看涨期权产生较高的整体回报的持续性。你可能定期面临看涨期权要求履约，并且你希望尽可能晚履约以使你能够从更高的股票价格上获益。但是针对增值股票采用卖出有保护看涨期权策略，比起简单地持有多头头寸而不采取任何期权策略，你的投资组合将会获得更高的收益。失去机会的风险是一种例外而不是定律，因为从定义上来说，保守意义上选择的股票需要有持续的价格趋势（低波动性），突然变化和不可预期的价格变化的可能性较小。一旦你有空头期权，你可以利用展期技术减小甚至消除履约的风险。

3.2 关于期权的观点

期权不仅在保守型投资策略中占有一席之地；如果合理应用的话，还可以巩固你的投资组合，它所提供的保护效果比慎重选择股票还要强。因为价格趋势是周期性运行的，短期和中期的价格变化可能是不确定的，甚至最佳选择的股票也会出现反转和整理的形态。

有一个关于长期计划的争论认为这种价格变化是不用关心。只要长期的基本面信号持续强势，保守性投资哲学就主张持股，积聚财富，直到市场行情结束。这种传统方法准确地观察到短期的价格变化是不可能像指示器一样进行预测的，道氏理论和随机漫步假说的追随者都是持这种观点。短期的价格运动对于任何种类的长期预测都没有用。然而，期权仍然可能做到以下几点：①保护账面盈利甚至无须卖出股票而兑现这些盈利；②利用市场价格的过度反应；③产生当期收益。所有这一切都不需要承担额外的市场风险。正如前文所述，以确定的敲定价格交付股票会产生丧失机会的风险，这种风险应该连同收益率、下跌保护的价值、以保守方式应用期权所得到的收益多样化一起被评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



3.2.1 找到期权交易的保守型背景

期权是高风险的、奇异的、专业的，当以某一方式应用它时又是非常复杂的东西。在某种程度上，专家们欣赏高风险、高收益的期权策略的复杂性。但这并不意味着作为一个保守型投资者的你，就一定要避开期权；你只需在合适的环境下应用它们。一个观看高速股票赛车的人不会因为每小时行驶 200 英里的危险而停止使用汽车；相反，观察者清楚，谨慎的速度、遵守交通规则、谨慎性的驾驶是保险的策略。这种策略可以防止事故和伤害。

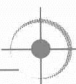
相同的比较可以应用到期权上。它们是不可捉摸的，通常具有市场赌博的特点。那些坚决买入，并且持有股票（一种高度保守的观点）的人可能会认为期权仅仅属于短线投机思维，事实并非如此。使用像期权这样无形的东西赌博，对于市场来说并不总是一种高风险的方法。这要看你怎样使用期权。卖出无保护看涨期权或者将大量资本配置到多头期权头寸上是鲁莽的。那些策略不适合你，所以是不可行的。不过在你保守的风险偏好下仍然存在巧妙使用期权的条件。它是有限的。你为了保险可能将卖出有保护看涨期权或买入看跌期权作为主要策略。如果我们翻到第 6 章“购买股票的另一种方式，”第 7 章“下跌市场中的期权交易策略，”以及第 8 章“组合保守型策略，”会看到一些更高级的期权变化，但所有这些都属于保守性策略之内。

使用概略性的陈述是错误的。例如，“利用期权的多头头寸投机总是高风险的”就是一个不公正的描述。你不仅可能使用看跌期权去保护账面利润，而且有一些特殊的市场情形，仅仅使用看涨期权就能奏效，即使是在保守性的风险偏好下。例如，在那种时期，当行情（如以道琼斯工业平均指数测量）下跌了几百点，市场上会出现一些短期的波动。最重要的是投资者的情绪。每个人都对未来的价格下跌感到担忧。因而，人人都有买一些便宜股票的想法，但是大多数人都没有抓住那种机会。

3.2.2 策略时效和短期价格波动

考虑一下这些情形下使用期权的可能性：你的大部分资产都被股票的多头头寸所占用，但如果在市场价格处于低位时将股票卖掉又会引起损失；你认为购买更多股票的时机到了，但你又不确定，即使你想那样做，你也没有足够的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可用资本去进行这个大胆的行动。这是最佳时机（当然，要动用一定的资本）去购买便宜的看涨期权。你知道急剧的市场下跌通常反弹得非常迅速。你也发现了一些股票，它们的基本面力量支持着价格理性回归到正常交易区间的可能。所以说，买到便宜货并不难；难的是在这种时候作出把资金投入市场的决定。

在这种情况下，即使一个保守投资者也会利用多头看涨期权从股价的暂时低迷中获益。关键是保守并不意味着你在所有的市场环境下都保持相同的态度。灵活性在你的投资组合管理宝库中是一个必要的工具。当机会自己呈现出来的时候，要谨慎地抓住它们。如果你缺少购买股票的资本，或者你对未来的价格下跌感到恐惧，期权为你展示了绝佳的折中方式。你可以通过仅投资一小部分资产来限制风险；并且假设大量的变化中出现了合适的价格模式，选择好时机可以令你有所收益。

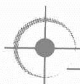
这并不是建议你在任何情况下都投机多头看涨期权。但是每一个保守投资者在剧烈的价格波动下都生存了下来并且看到了结果——一段时间的不确定后出现了大幅下跌，然后又迅速回归到以前的价格水平。就像突然的价格下滑可以通过选择性地购买看涨期权加以利用，突然的价格反弹总会引发价格调整，这时可以使用看涨期权去保护账面利润，并且可以在价格调整本身中投机。即使你手上没有股票，当你发现股票价格有一个大幅上涨并且断定股价反应过激的时候，买入看跌应该是一个正合时宜的策略。

除了意外的股价波动外，投资者还关心股票拆分的时候开仓的期权头寸会怎样。它会改变股票和期权之间的比率吗？不会。当股票拆分的时候，期权也以同样的方式拆分。例如，在一分为二的股票拆分中，你最终会得到两倍数量但每股价值减半的股票；你的期权数量也会变为两倍，并且敲定价格减半。如果一支股票被拆分，同时你持有开仓的期权敲定价格为 45 美元，拆分后你拥有两倍的期权，每一张的敲定价格为 22.5 美元。股票拆分后公司总市值不变；只是股票数量发生了变化。在同样的情况下，同样的规则也适用于所有开仓的期权合约。

3.3 空头头寸：裸露的或者有保护的

在多头看涨期权或看跌期权上投机的观念有悖于常人所理解的保守定义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就像先前讨论中显示的那样，会有一些时候你希望利用多头看涨期权或多头看跌期权从价格波动中获益。如果时机选择得当，这是合适的，而且也符合你保守投资的准则。如果你购买了股票并且目前出现了大额的账面亏损，购买看涨期权是以更低的平均成本买入股票的一个办法。如果你能够以低于原来成本价的敲定价格得到额外的股票份额，它所带来的总收益可能会高到足以弥补那些账面损失。相反的做法是购买看跌期权去保护账面盈利。如果股票将要贬值，你可以将看跌期权卖出，产生的利润可以抵消股票上的亏损；或者你可以将看跌期权履约以高于目前市价的价格卖出股票。

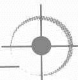
一些涉及空头看涨期权和看跌期权的策略也可以根据主导市场的因素和你的投资组合头寸，来满足你的保守的风险偏好。基本的有保护看涨期权策略就是一个很明显的例子。如果你卖出了看涨期权，你就兑现了账面盈利并且降低了购买股票的原始成本；你以失去未来价格上涨收益的可能性换取了今天的权利金收入。

3.3.1 无保护看涨期权——通常是保守型理念的叛逆

卖出无保护看涨期权究竟有没有道理呢？以保守的投资哲学来看，它没有道理。无保护看涨期权一定会被视为可能的风险最高的策略之一。第 6 章有一个例子，展示了卖出无保护看涨期权应用到保守性投资组合中的情形——比率卖出期权。在这个策略中，卖出了比持有的股票份额更多的看涨期权。例如，当你持有 500 股股票时你可能会卖出 6 手看涨期权。通过将比率卖出期权的结构合理化，你的风险降到最低并且利用空头看涨期权获得了盈利。在有些情况下这个计划可以发挥作用。但如果不加以修改的话，这个策略的风险就会相当大，而且不符合你保守性的投资偏好。

一个例外涉及了以多头看涨期权来完成比率卖出期权的情形。这个策略有效地消除了比率卖出期权中无保护的部分。例如，你持有 300 股股票，完全的保护是卖出 3 手看涨期权。如果你卖出 4 手看涨期权，就成为了比率卖出期权。这也可以看做是 3 手有保护看涨期权与 1 手无保护看涨期权的组合。你仍然可以通过买入一个更高敲定价格的看涨期权，来进一步调整手中的头寸。实际上，这就产生了另一个不同种类的组合：一个基于 300 股股票的有保护看涨期权和一个套利（一种用头寸中一边的收益对冲另一边的风险的策略）。只要调整后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



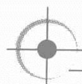
比率卖出期权能给账户带来净收益（资金的划入而不是划出），风险就是有限的。万一股票价格朝着最高的空头看涨期权的敲定价格方向变动，第 4 个空头看涨期权与多头看涨期权在敲定价格上的差异就成为了风险的所在。第 6 章更详细地检验了这个调整后的策略。

空头看涨期权涉及到股票的所有权，所以履约风险易于控制。空头看跌期权是另一回事。在很多例子中卖出看跌期权都是有意义的。因为看跌期权不能像看涨期权那样被保护，所以我们容易忽略卖出无保护看跌期权所具有的潜能。空头看跌期权相对于空头看涨期权来说风险更为有限，因为贬值的空间是有限的。从一个最基础的分析我们可以看出，股票只能贬值到 0，所以对于定价较低的股票来说，空头看跌期权的风险是非常有限的。不过这个判定标准并不总是必要的。真实的可能发生的情况大约都是贬值到高于 0 的价值。

3.3.2 股票的最低理论价格水平

如果公司只是歇业并向股东清偿债务的话，那么每股账面有形价值被认为是公司的清算价值，或者总资产的净值。更有可能的是以约等于或略高于账面有形价值的价格，通过收购和合并使公司终止存在。公司的清算价值处于最坏的情况时，还能提供一个可靠的低价股票么？事实上，你真正的支撑线与公司的基本面和公司资产的有形价值没有多少关系或者根本没有关系。一些专家喜欢根据图表确认价格支撑线，但是那也不可靠；对于任何给定的股票，交易图形的历史记录就是一部不断打破支撑线和阻力线，然后新的图表形态被建立的历史。在估计股票可能的底部时，你会一部分依靠基本面情况，一部分依靠技术指标。无论如何，你的分析应该基于最初选择股票时所使用的标准。记住这个准则：你的期权交易应仅限于那些预先按照保守投资准则选择出来的股票的期权。考虑一下，对你来说，什么是实际的价格底部区间。根据这个手头上的分析，将敲定价格和可能的最低价之间的差异与卖出看跌期权所获得的权利金作一下比较。如果某一敲定价格与可能的最低价之间的缺口是 3 个点，同时你能够以 5 个点卖出看跌期权，那么，即使这支股票发生了你认为最糟糕的情况，你仍然会赚钱。这个无风险的描述考虑到了最坏的情况——就是发生履约时你可能要以高于目前市值的价格接收股票。所以，如果股票的市价跌到低于期权的敲定价格，你就必须买入价格过高的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



确定可能的最低价格区间可能并不容易；这是一个需要进行判断的问题。对近来的价格走势进行研究会对你有所帮助，但价格水平的确定绝非一门精确的科学。这就是为什么将价格走势与每股有形账面价值进行比较是有用的。如果你对价格支撑线的可靠性还不能确定，那么实际的每股有形账面价值可以给你提供一个满意的“底限价格”和基本面的支撑水平。对那些专注于基本面的分析师来说，这是极为正确的。因为每股账面有形价值是一个基本指标，在判断风险时它比技术概念上的价格支撑线更值得信赖。

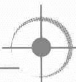
3.3.3 卖出看跌期权的风险——并不像卖出看涨期权的风险一样高

空头看跌期权真正的风险来自于目前市场价值和敲定价格之间的差异再减去你卖出看跌期权所获得的权利金。这就告诉了我们一个卖出无保护看跌期权时的保守投资准则：如果风险水平被权利金抵扣后的价格你认为是这支股票的合理价格，那么卖出无保护看跌期权就是稳妥的，不过必须是你情愿以此价格购买股票。一旦空头看跌期权履约，你可以只是持有股票，等待价格反弹，或者通过卖出有保护看涨期权弥补账面亏损。关键是，在有些情况下，即使你是一个保守型投资者，你仍然也可能想要卖出无保护看跌期权。

考虑一下这种情况，股价的下跌已经成为整个市场范围内价格下跌的一部分。你相当确定在不久的将来价格会反弹；但是考虑到公司的基本面、每股收益、分红历史以及每股账面有形价值，目前的价格水平是相当低廉的。在这种情况下，你可能不会立刻买入股票，因为你有两个关于期权的选择。你可以投资看涨期权，以期从价格反弹中获利，但这需要资金的投入；或者你可以卖出无保护看跌期权并得到权利金。资金流入总是比流出要好，不过作为账户上资金增加的代价，你也要承担履约的风险。不管怎样，只要你非常确信价格在不久的将来会上涨，此时卖出无保护看跌期权就比其他时候面临着更低的风险。例如，当股价已经急剧上涨，卖出看跌期权同买入看涨期权一样是个鲁莽的不合时机的决定。我们认为价格会以某一特定方式运行，并且当我们发现超买和超卖的情况时，适时选择期权策略是值得信赖的。这些情况都为选择期权交易时机创造了机会，并且无保护看跌期权可以通过构造而带来更大的机会，而相伴的风险却相对较低。

为人所熟知的风险和机会之间的相关性是出现在正常的情况下。然而，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票市场价值的变化会向人们发出短期调整即将来临的信号。为了摊低股票的原始成本价或者保护账面收益，在这种时候你可以使用多头或空头看涨期权。这与反向投资者的投机不同，在这种策略中投资者选择可能带来高额收益的高风险股票，同时也可能带来高额损失。明智的策略是符合你保守投资准则的策略，包括在股价失常时谨慎地选择使用期权的时机。当你证明公司的基本面依然坚挺并且高兴地以敲定价格买到股票时，这种策略被认为是保守型的。

3.4　保证金管理和交易限制

期权投资者必须承认在两个领域中的专门规则——税收规则和交易规则。税收规则后面会涉及；一旦你超出了持股者的身份，并且开始从事实际的期权交易时就会更关心交易适用的特定规则。

首先要了解的就是交易的基本资格。你需要完成一份问卷并告知你的经纪公司，实际上你对期权以及从事期权交易的风险有足够的了解。经纪公司需要证实你的资质。所以，可能第二天你还不能开始第一次交易。因为期权涉及了太多的风险，所以你必须经历期货公司特定的筛选过程。

第二个约束指的是通过限定资本来限制投资者的交易量。联邦证券与交易委员会（SEC）将典型当日对冲交易者定义为任何在连续 5 个交易日内做 4 次或 4 次以上当日对冲交易的个人。日内交易是指在一天内开仓和平仓。一旦你在 5 个交易日的时限内做了第 4 次日内交易，你的账户中就至少要保持 25 000 美元的资产（以现金或有价证券的形式）。对很多期权交易者来说，这些约束当然都适用。所以，除非你能把交易限定在 3 次或者更少，否则你就会被视为典型的当日对冲交易者来对待。

其他保证金规则

所有投资者一定都会关心初始保证金（开立头寸时需要的保证金数量）和维持保证金的规定（相关的有价证券价格发生波动时所需要追加的保证金）。

期权交易者必须要清楚那些保证金的规定。涉及期权的策略写在纸上时可能看起来很好，不过考虑到保证金的要求，有限的资产可能会令头寸的组合变得不切实际。表 3-1 对有关期权交易的基础保证金规定作了总的概述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

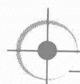


表 3-1 期权交易保证金要求

交易类型	初始保证金	维持保证金
多头看涨或看跌期权	成本的 100%	与初始保证金相同
无保护的空头看涨期权	获得的权利金加上标的股票市价的 20%（当期权处于虚值时），当股票的市价超过看涨期权的敲定价格时再加上追加保证金	如果股票的市价超过敲定价格并且继续上涨时为追加的保证金；无潜在的上限
无保护的空头看跌期权	获得的权利金加上标的股票市价的 20%（当期权处于虚值时），当股票的市价跌到低于看跌期权的敲定价格时再加上追加保证金	如果股票的市价跌到低于敲定价格并且继续下跌时为追加的保证金；限于价格区间内最低至 0
有保护的看涨期权	标准股票保证金要求（股票价值的 50%），当期权处于实值时，再加上期权价值的 100%	股票购买价格的 100%

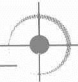
在使用高级交易策略和组合策略时保证金规定变得更为复杂。要想看到一个典型的经纪商保证金要求的完整概要，可以登陆 www. interactivebrokers. com，浏览经纪人互动网，跟随相关链接从“交易对象”到“保证金”，然后到“美国期权”。

考虑到对典型日内交易的限制和保证金要求，如果不将大量资产置于风险之中，投资者很难活跃地交易期权。关于期权，比较实际的想法是认为 4 次交易的门槛不久就会很轻易地跨越，至少是偶尔被跨越；期权交易的本性就是在短时间内执行很多交易，因为市场呈现的机会稍纵即逝。

3.5 回报率计算——寻求有效的比较

如果只有少量的资金可以使用的话，那么保证金的限制当然会约束投资者的交易活动。一个同样复杂的问题是来自于期权活动的收益率计算。在权衡和比较期权交易时（无论使用选择时机的策略还是更安全更值得信赖的有保护看涨期权），你都面临着一个问题。你如何评估你的收益？思考一下有保护看涨期权的问题。你有三种可能的结果：履约、期权合约到期终止或者将头寸平仓。在第一种情形中，你将资本收益与卖出有保护看涨期权的收益结合起来；在第二种情形中，你实现了一定的盈利，但你仍然持有股票。所以，潜在的收益不能在同一基础上比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们必须把潜在收益看做是可能发生的，并且在三种结果中的任何一种结果出现时都对有保护看涨期权作出评价。对收益率进行比较分析是一个明智的做法，并且作为一个保守型投资者，你希望在行动前对每一种结果的收益率上下限区间都有所了解，但是要记住开立头寸的时间以及实际的结果会令比较变得难以捉摸。收益率分析的目的就是从所有的结果变换中评价策略，而不是一定要达到类似的结果。

引入策略后，履约收益是以股票价值的百分比的形式来计算的。例如，股价为每股 43 美元时，如果你卖出一手敲定价格为 45 美元的看涨期权，并且收获 7 美元（700 美元）的权利金，履约收益就是 16.3%（7 美元/43 美元）。你在股票上的资本收益取决于你购买的那支股票的成本价并且会被独立核算。只要你购买股票的价格低于空头看涨期权的敲定价格，你就能够确保在履约后得到一个较高的资本收益。

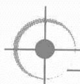
现在我们只讨论来自期权的收益，这样易于比较各种不同的期权结果。在一个短期策略中，履约收益（也被称为收益率）有时是可能的最高收益，但情况并不总是这样。为了使收益的比较真正有效，就必须把它们以年化回报的角度来衡量。如果你认为一张空头看涨期权可能到期作废（或者获利平仓），你可能会反复重复这种策略。这种重复卖出有保护看涨期权的能力，使股票既成为了长期收益增长的工具，又成为了当前的摇钱树。这种来自于股息和权利金的综合年度收入会使得非履约收益率远高于履约收益率。

为了开始分析各种期权和它们的潜在收益，我们在股票之间使用了平行并排比较的方法，并且对于每一支股票，我们都呈现了可能的结果（履约、到期或者平仓）。表 3-2 对我们的投资组合模型中的公司数据作了摘要。

表 3-2 有保护看涨期权市场预期对比

27 个月的看涨期权**					
公司名称	股票代码	股票价格*/美元	敲定价格/美元	权利金	百分比（%）
克洛罗克斯公司	CLX	55.91	60	5.10	9.1
可口可乐	KO	38.90	40	4.00	10.3
埃克森美孚公司	XOM	48.70	50	4.50	9.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

27 个月的看涨期权**					
公司名称	股票代码	股票价格*/美元	敲定价格/美元	权利金	百分比（%）
房利美公司	FNM	67.65	70	8.30	12.3
联邦快递	FDX	87.78	90	12.30	14.0
通用动力公司	GD	100.01	100	9.90	9.9
J. C. 彭尼公司	JCP	38.20	40	5.70	14.9
百事可乐	PEP	48.48	50	4.30	8.9
华盛顿互惠银行	WM	38.43	40	3.10	8.1
施乐公司	XRX	14.32	15	2.55	17.8

注：1. * 股票收盘价为 2004 年 10 月 22 日。

2. ** 当前权利金标价为 2004 年 10 月 22 日收盘时买方报价。

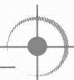
3. 资料来源：芝加哥期权交易所，http：//quote. cboe. com/Quote Table. asp。

在这些例子中，我们挑选了一些公司的平值期权或敲定价格有一个间距的期权。我们把期权的权利金计为股票价格的百分比。这是一个好的出发点，因为你可能希望研究仅限于有保护看涨期权，它们能产生某种水平的最低收益。因为从研究日开始这个例子中所有期权的期限都是 27 个月，以百分比的形式表现是易于比较的。如果我们使用到期期限不同的期权，仍然需要计算它们的年化收益率。

你期望在某一期权上赚得的可能收益取决于权利金与当前价格之间的关系，并且也可能包含股票的股息收益。显然，在计算期权的收益时必须考虑到履约的后果。虽然我们不希望由于包含了这个因素而使分析复杂化，但很显然是否考虑这个因素是有差别的。例如，通用动力公司的期权是平值的，分析日时履约不会带来任何超值的资本收益。克洛罗克斯公司的看涨期权的敲定价格比股票市价高出 4 个点还多，所以如果发生履约，你不仅可以保有权利金还能够获得资本收益。

第二个要记住的因素是股息收益率。例如，联邦快递（在我们的例子中，此公司来自期权权利金的收益为 14.0 个百分点）截至分析日只在年度股息上支付了 0.3 个百分点。然而，华盛顿互惠银行来自期权权利金的收益只有 8.1 个百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分点，却在年度股息上支付了4.7个百分点。

在看涨期权权利金之间的比较中并不包含对于履约资本收益和股息的考虑。然而，在选择和比较股票以及选择敲定价格时，你一定要考虑通过有保护看涨期权哪支股票能在总体上产生更高的收益。在有股息的情况下这点尤为重要。芝加哥期权交易所把股息包含在总体的收益中。投资者可能会基于基本面分析和股息收益率来实际地选择购买哪支股票，所以，总的来说股息是不能被忽略的。

例如，你已经预先选定了联邦快递和华盛顿互惠银行的股票作为你打算持有的股票，作此决定是基于这个组合的股息收益率和通过卖出有保护看涨期权可以得到27个月的期权权利金。假如我们按年度来计算每个公司这27个月的收益可以得到期权的年化收益率（将收益率除以27，然后再乘以12）；然后我们再加上股息收益率就会得到总体收益率，如表3-3所示。

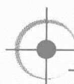
表3-3 期权权利金收益率

股票	27个月（%）	年化收益率（%）	股息收益率（%）	总收益率（%）
联邦快递	14.0	6.2	0.3	6.5
华盛顿互惠银行	8.1	3.6	4.7	8.3

这个计算证明了单纯比较看涨期权的潜在收益是不可信赖的。你也必须要考虑到股息收益，特别是当你打算在两只股票之间作出取舍进行买进的时候。这也是在假定其他分析都相同，并且两者中的任何一支你都很乐意持有的情况下。当你把股息收益率加入年化收益率后，相关结果完全不同了。

表3-2所示的期权都是平值期权或虚值期权，所以全部的权利金体现的都是时间价值。这就简化了分析。实际上，依照保守投资准则，关于有保护看涨期权的问题，你可以为自己设置一个规定：只考虑那些平值或虚值的期权。以下两个原因可以解释这项规定的意义。首先，卖出有保护看涨期权是利用时间价值的一种方法。卖出实值看涨期权的投机特性——随时可能招收履约的发生有悖于保守型投资方针。其次，卖出实值看涨期权可能危及股票的长期资本收益状态，在股票持有时间不到1年的情况下，还要计算是否满足长期状态而征收计税。第5章更详细地介绍了关于卖出有保护看涨期权的税收规定。这里问题的关键是为了达到保守型投资的要求，要把你的交易活动限定为时间价值权利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



金的交易。

根据表3-2中的信息，我们可以将履约、到期、平仓三种结果进行比较。为了确保这种比较真实可信，我们仍然计算潜在的年化收益。

在平仓的情形中，收益取决于选择价格和时机。例如，如果你在空头看涨期权的价值减少了一半时将其平仓，那么你计入交易成本前的收益率就是50%。然后你要计算年化收益。如果你持有开仓的头寸的时间为6个月，年化收益率就是100%；如果你持有开仓的期权空头达18个月，你的收益率就是33 1/3%（50% ÷18 ×12）。

既然实际的收益率取决于你决定平仓的价位以及头寸保持开仓的总月份数，对于“如果平仓”这种情形，我们就不作进一步的计算，不过，“如果履约”和“如果到期”这两种情况的比较也是必要的。

3.5.1 期权履约下的回报率

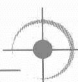
我们假定履约恰好发生在期权存续期的最后一天。虽然履约可能发生在看涨期权处于实值的任何时间，但我们却不能精确地比较收益率，除非作出这种宽泛的假设。股息收益率可能会由于期权持仓的时间而有所不同；我们认为股息收益率更适合于探讨个股而不适于作为期权收益比较分析的一部分，所以我们把它排除在比较分析之外。如果你是根据股息收益率来决定要购买哪支股票的话，它就会变得很重要。不过，在随后的例子中，我们假定你已经持有了这个投资组合模型，并且在计算时要排除股息。表3-4显示了履约收益率，同时还有年化收益率。

表3-4　期权履约的回报率：27个月期权的总收益

公司名称	股票代码	股票价格*/美元	敲定价格/美元	权利金	收益率（%）	年化收益率**（%）
克洛罗克斯公司	CLX	55.91	60	5.10	9.1	4.0
可口可乐	KO	38.90	40	4.00	10.3	4.6
埃克森美孚公司	XOM	48.70	50	4.50	9.2	4.1
房利美公司	FNM	67.65	70	8.30	12.3	5.5
联邦快递	FDX	87.78	90	12.30	14.0	6.2



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

公司名称	股票代码	股票价格*/美元	敲定价格/美元	权利金	收益率（%）	年化收益率**（%）
通用动力公司	GD	100.01	100	9.90	9.9	4.4
J. C. 彭尼公司	JCP	38.20	40	5.70	14.9	6.6
百事可乐公司	PEP	48.48	50	4.30	8.9	4.0
华盛顿互惠银行	WM	38.43	40	3.10	8.1	3.6
施乐公司	XRX	14.32	15	2.55	17.8	7.9

注：1. * 开立头寸时的收盘价，2004 年 10 月 22 日。

2. ** 为了计算年化收益率，持有期必须要调整到可以反映收益，而收益必须是股票持有一年后已经实现的收益。

总收益（12 ÷ 27）= 年化收益率。

年化收益率在对比分析中是很重要的。我们往往忽视了百分比而被数字所欺骗。例如，你可能会拒绝选择施乐公司，因为 27 个月的潜在权利金只有 2.55 美元（255 美元），相比之下选择同样期限内联邦快递公司的期权，却能赚到 12.30 美元（1230 美元）。但是，年化收益率讲述了实际情况。施乐公司的年化收益率为 7.9%，与之相对的联邦快递的年化收益率仅为 6.2%。

股价同样可能具有欺骗性。你可能会拿施乐公司每股 14.32 美元的股价与联邦快递 87.78 美元的股价作比较，然后基于这些股价间的差异得出关于潜在收益率的结论。然而，从所需资本量来说，持有施乐公司 600 股才约等于持有联邦快递 100 股。虽然如此，来自卖出有保护看涨期权的年化收益率还是施乐公司更高些。

这些计算为在一致的基础上研究股票提供了结果。所有这些比较都涉及 27 个月的长期股票看涨期权，所以年化收益率反映了可比较的年度结果。为了继续就这些例子中投资组合范围内的收益进行评估，你同样需要追踪股息收入以及股票市价的增长。不过，表格 3-4 中所示的期权类收益率还是准确的。

使用对公司加入股息的方法，结果发生变化，如表 3-5 所示（股息信息来自各公司网站）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-5 增加股息后的结果

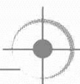
公司名称	股息（年度）/美元	股息收益率（%）	年化期权收益率（%）	总收益率（%）
克洛罗克斯公司	1.08	1.9	4.0	5.9
可口可乐	1.00	2.6	4.6	7.2
埃克森美孚公司	1.08	2.2	4.1	6.3
房利美公司	2.08	3.1	5.5	8.6
联邦快递	0.28	0.3	6.2	6.5
通用动力公司	1.44	1.4	4.4	5.8
J.C. 彭尼公司	0.50	1.3	6.6	7.9
百事可乐公司	0.92	1.9	4.0	5.9
华盛顿互惠银行	1.80	4.7	3.6	8.3
施乐公司	0.20	1.4	7.9	9.3

股息收益率是用已付年度股息除以期权策略引入时的股价得到的。然而这并不反映你实际的股息收益率（那可能取决于你购买股票时的股价），这个补充分析却的确提供了有价值的信息。在每个例子中它显示了将年化期权收益率加上股息收益率后会产生什么样的结果。因为使用这种方法计算的总收益率不同于以前方法计算的总收益率（根据期权权利金和股息收益，施乐公司成为收益率最高的股票），将股息收益作为履约收益的一部分应该是更准确的。

3.5.2 期权到期的回报率

上述表格揭示了两种可能情形的结果，就此而言，比较履约收益与到期收益就是有用的，但是，仅通过比较这两种结果来决定哪一个更好是不准确的。以保守的观点来看，只有任何可能的结果都证明是有道理的，有保护看涨期权策略才是明智的；而不是考虑将履约和到期作比较的问题。履约后，你的股票就被转走了，然后你会获得一个应纳税的资本收益。在到期的情形中，你仍然持有股票。到期后，你可以自由地重复使用有保护看涨期权策略。这就意味着只要不出现履约，你的收益就可以重复发生，所以一个现实的全面的比较是不大可能的。考虑到有保护看涨期权策略这种发生重复收益的能力，换手率就变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



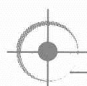
得尤为重要了。你越频繁地用当前的有保护看涨期权去取代上一个，你所获得的权利金收入就越高。基于这个原因，如果股票价格使得看涨期权足够虚值，那么空头看涨期权也就不值多少钱。与其等待这个看涨期权到期，不如将其平仓，然后卖出一个距到期日时间更长的替代的看涨期权，这样应该是更有利的。决定因素应该取决于权利金价值和剩余时间的综合考虑，而不应为平仓设定一个特定的价格水平。因而，在如此复杂的情况下，你必须比较各种情形的结果。我们应该使用一种标准以便进行实际的比较，因此，这些计算的目的就是确保我们能够了解可能的结果。

将股票的潜在收益与市价作比较是有效的。作为保守型风险投资者，你必须持有股票才能采用有保护看涨期权策略。将收益与你的初始成本作比较已经过时了，因为今天的有保护看涨期权的敲定价格与你的最初的购买价格是没有关系的。到期收益与当日价格的比较是否有效取决于一个假定：你会根据看涨期权的敲定价格与股票市价的接近程度，相关的权利金水平，以及距离到期的时间，去选择一个或多个有保护看涨期权。这两种可能结果（履约和到期）之间的主要差异在于策略结束时你是否还持有股票。这是资本收益和股息收益变得重要的地方。初始成本和期权敲定价格之间的差异越大，资本收益就越丰厚。所以在比较两支或更多股票的履约收益时，你必须把这一点作为比较的一部分。年化股息收益率越高，持有股票的价值就越高；这也同样影响了你的决定，是否要选择一支股票卖出有保护看涨期权。你可能会选择一支股票而舍弃其他，主要是由于权利金和股息的综合收益相对于其他选择更高一些。你也可能由于高于平均水平的股息收益而避免卖出某一支股票的看涨期权（如：华盛顿互惠银行的例子），因为你不想冒失去高收益股票的风险。再参考总收益率，你就可以决定卖出施乐公司的看涨期权，虽然股息收益率很低，但总收益率能达到9.3%。这样，你也保护了华盛顿互惠银行的股票头寸，因为它具有非常高的股息收益率。

在进行卖出有保护看涨期权的股票选择时，股息收益率必须作为一个重要的考虑因素，无论你当前持有股票还是打算将来购买股票。你可以为了增加回报而追求高收益的股票，你也可以避免卖出有保护看涨期权，以便股息收益可以得到保留。

在履约收益和到期收益之间作出完全可信赖的比较可能是困难的。首先，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你可能会决定在到期之前将空头期权头寸了结，并且卖出一张替代的看涨期权，这会使年化收益率增加，在某些情况下大体上是这样。如果你确实想持有头寸直至到期，你也可以无限次地重复这种操作。相比之下，当空头看涨期权履约，你的股票也会随之转走；你只能通过投资新的股票份额来继续卖出有保护看涨期权，或者一直等待股票升值。

如果比平仓或被迫交付股票产生的收益更低的话，期权到期可能是最糟糕的情况。不过你拥有控制权。你不需要将持仓的期权头寸一直持有到到期日。比较履约收益与另外一种选择——将今天的头寸平仓代之以一个权利金更高的空头看涨期权，考虑如下几点。

（1）以年化回报计算平仓看涨期权的净收益率。这是最初开仓卖出期权所收获的权利金与现在平仓买入期权所支付的权利金之间的差额，扣除交易费用后计算得出的年化回报。

（2）新空头看涨期权的相对收益，假定距到期日的时间更长，时间价值权利金更高，并且敲定价格和市价比较接近。

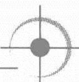
（3）敲定价格提高，如果有的话。如果今天的股票市价高于你最初卖出看涨期权时的股票价格，考虑以更高的敲定价格卖出看涨期权。如果发生履约这样可以增加你的资本收益，而你的期权头寸仍然处于虚值，并且这也坚持了你卖出有保护看涨期权的保守投资标准。

考虑到存在这些不确定因素，最糟糕的情况很难被量化。在衡量股票时，这种比较并不是完全的有效，由此来确定一个结果好于另一个的取舍偏好是不准确的。所有这些因素（包括履约、股息收益、资本收益）都必须作为分析的一部分来考虑。最初的股票成本、成本和敲定价格之间的接近程度、市价和敲定价格之间的接近程度，这些都会影响你的决定，并且这些因素在不同股票之间的差别也相当大。

3.6 长期目标作为方向

当然，收益比较并不是选择一个合适的期权策略时所需的唯一的分析方式。你的长期目标是导向力量，它最终决定了一个策略是否有意义。所以，如果你打算保持股票份额，并且甘愿放弃当前来自卖出有保护看涨期权的收益，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这是一个清晰的目标。在此情形中，就不适宜使用有保护看涨期权了。不过，如果你把卖出有保护看涨期权看做一种手段，为了兑现账面收益而不需卖出股票；通过降低股票成本价来提供下跌保护；提高当前收入，使其超过股息，那么一个卖出有保护看涨期权的计划可以帮助你管理投资组合，利用市场价格的短期变化，消除关于账面盈利和账面亏损的烦恼。

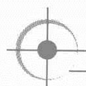
在保守的框架下交易并不总是绝对的，或者说在这一框架下如何投资、选择什么样的产品还没有一个易于限定的标准。保守主义的标准也会随着市场情况的变化而变化。各种期权策略可以使你从市场的高点中获益而无须卖出想要持有的股票。保守的程度是不确定的并且也无须固定。即使在极端市场使用期权仍然可能被认为是保守的，只要大量资本没有处于风险之中或者空头头寸不会让履约者产生一个令人满意的结果。不过这只是个人的决策，并不是确定策略是否合适的普遍标准。

当前的市场状况也会影响你如何投资，并且确实应该有这种影响。正如第 7 章所介绍的那样，在每一种情况下都以相同的方式投资并不是保守的做法。同下跌市场一样，在上升市场中你也需要使用策略来管理你的投资组合。期权在其各种组合中都是有效的工具，可以帮助你保护长期头寸、识别和抓住获利机会，却无须放弃自己的目标。

有一个趋势就是将特定的期权策略普遍地定位，那样看来持有多头头寸总是高风险的，卖出有保护看涨期权总是安全的。当然，这些陈述都是不正确的。例如，股价萧条特别是标的股票的当前市价低于你的成本价时，卖出有保护看涨期权就是不明智的。如果你认为股价即将上涨，跌势会演变为反转，那么这时选择卖出有保护看涨期权就太糟糕了。最好的时机是市场处于高波动期间，股价已经抬高，并且你认为股价暂时高于正常的成交价格区间。不仅更高的敲定价格是可能达到的，而且期权的隐含波动率也会使有保护看涨期权成为一个有利可图的机会。

一个更为微妙的风险变量是关于你如何利用现金。例如，当你收到权利金的时候，你会将它们投资到哪里呢？如果你希望持续获得一定比例的收益，你认为这些收益只是你投资组合中的最小一部分，用这些现金收入以某种方式来投资你可能会觉得有些勉强。如果你持有股票的那家公司提供股息再投资计划（DRIPs），股息可以自动地被再投资，股东可以自动地获得部分股票份额，公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以此来代替现金股息的支付。这个计划是明智的，因为它在股息收入上又引发了一个复合的收益率。然而，当你卖出期权时，要制造同样一个自动的复合收益却不那么容易。你有如下选择。

（1）将卖出期权得到的资金投资于你精心挑选的共同基金。在所有的收入中有选择地再投资，那样你的钱就会继续获得复合收益率。

（2）将卖出有保护看涨期权所得的资金聚集到一起，你就有足够的资金去购买其他你打算持有的股票；或者在买入股票的同时卖出看涨期权，为这两笔交易支付所需的净差额资金。确保你所选择的公司能够满足你对其基本面的要求，记住要使用保守的风险准则。股息再投资和额外卖出期权的潜在收益使权利金收入可以尽可能快地回笼使用。

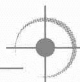
（3）将权利金收入用于其他投资，用于满足保证金要求，或者用于增加你的私人现金储备。当情况变化的时候保证金收入可以用来补充你的现金储备，所以你并不一定要卖掉其他资产；权利金收入也可以作为现金的安全网的一种来源。

3.7 按需要的结果履约

在期权的应用中，经常被忽略的是在某些环境下期权履约的必要性。由于想要在尽量保持经过精心挑选的、具有长期成长性的股票的同时，提高当前收益，在总体投资策略中，通常避免期权履约的出现。在有保护看涨期权策略中，当股票价格不断上涨时，期权最有可能被履约。避免履约能够随后在股票上实现更多的资本收益。对于有保护看涨期权，通过展期避免期权履约通常是一个可行办法；即使期权未来被履约，提高敲定价格也是一个好选择。在以下几种情形下，你将乐于期权履约。

（1）卖出深度实值看涨期权，要考虑到税收后果。如果你有一大笔结转亏损需要计提，但是，你每年可申报的资本损失最大值为 3 000 美元。当结转亏损远大于上述标准时，你可能不会太在意卖出深度实值看涨期权时长期计税状态带来的损失。事实上，在此情形下，你的有保护看涨期权策略意在期权履约。因为深度实值期权包含大部分的内涵价值，股票价格变化与看涨期权权利金变化亦步亦趋。在下面的案例中，有保护看涨期权为内涵价值提供了完全下跌风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

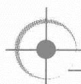


险保障。如果有保护看涨期权包含20点内涵价值，当你卖出看涨期权时将得到全部权利金；则每下跌1点，股价损失1点，反之，每增加1点，股价上涨1点。如果股价下跌，看涨期权可低于初始售出价格买入平仓，权利金的收入弥补股票损失。这种策略只有当满足以下两种条件的时候才有效：①你有大量结转亏损并且不在意有保护看涨期权交易的长期计税待遇的损失；②股票原始成本低于敲定价格或者低于敲定价格与看涨期权权利金之差。例如，你以每股35美元购入股票，目前股票每股价格为60美元，你决定卖出敲定价格为30美元的看涨期权。这样你将可以获得30点的内涵价值加上不管是多少的时间价值权利金。股票价格涨幅完全有可能达到这种程度，使得全部所收的看涨期权权利金超过了股票的原始成本价格。这种情况属于无风险投资；如果你不但能够提取成本，而且还有额外的利润，那么，你虽然没作净资本投资，但是你仍然持有股票多头和相应的看涨期权空头。因此，按照上述方法交易，由于内涵价值的变化，股票价格的下跌将会带来看涨期权上的收益。

（2）当敲定价格适合时，卖出看跌期权作为替代买入股票方式。如果你愿意以卖出看跌期权的敲定价格减去权利金的价格购入股票，那么你可以考虑期权履约。例如，股票当前价格是每股34美元，对于卖出的敲定价格为30美元的看跌期权，将获得4点收益。通过期权履约，你将按敲定价格获得每股30美元的股票；因此你的股票成本将由于400美元看跌期权的权利金收入变为每股26美元。最理想的情况是期权在26美元以上的水平履约，这意味着你的净成本将会低于市场价值（不包括交易费用）。

（3）当基本面指标发生改变时，接受期权履约。你可能从有兴趣以持有空头有保护看涨期权方式持有股票，到不再愿意持有股票。如果看涨期权是实值期权，在此情况下，你可以简单地接收期权履约和兑现盈利。如果你不在意税收问题（例如，你持有巨额的结转亏损），你可以向下转换合约到较低敲定价格的期权，获得5点的额外收益，并接受期权履约。如果你不愿意等待，而更愿意期权尽快履约，你可以选择相同敲定价格向下展期；你甚至可以使用不常用的向后展期方法，用更快到期的期权合约代替原有期权合约，敲定价格不变。当接受期权履约作为抛售股票方式时，组合应用展期策略，也会创造净权利金收益。在这种情况下，接受期权履约比买入平仓有保护看涨期权更为可行。正如为了你可以自由地卖出股票，也许接受交易损失至于卖出深度实值看涨期权

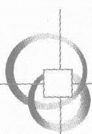
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的案例，上述操作方法将影响你持有股票的税收状况。当你有大量的结存亏损的时候，上述方法最为可行。

接受期权履约是应对市场不断变化的一个有效方法。作为一个保守型投资者，要不断面对市场波动的问题。即便在你相信所选择的股票值得长期投资的时候，又如何保证当前的账面利润在未来的市场价格变动下不遭受损失呢？有几种保守型投资策略可以用来达到这个防御性目的。在第 4 章“管理盈利和亏损”中，我们将进一步研究看涨期权用于保护账面利润的有趣用法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 4 章

管理盈利和亏损

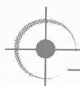
每个投资者都要面对短期价格波动问题，即使最保守的投资者也对盈利兑现敏感。期权可用来保护盈利，无须卖出股票也可兑现盈利。关于短期价格问题的另一方面，可采用期权拯救策略（rescue strategies）有效地减少损失。

基于对风险的态度，保守型投资者排斥短期策略，遵守非投机的投资哲学。通常遵守的投资规则是“买入—持有—卖出”规则（buy-hold-sell rule），即买入精心挑选的优质股票，长期持有，只有当基本面因素发生变化时才卖出。当市场价格变得波动时，这种投资方法可以引入利润保护。你并不想以开始的保守型投资者最终变成投机者，然而，有许多方法可以不卖出股票且不增加风险而兑现盈利。在某些情形下，承担市场风险也是有意义的，尽管一般情况下不是一种聪明的办法。

首先，我们来区分不同类型的投资者。通常，保守型投资者（a conservative investor）追求资本保值和规避风险。在股票市场，风险一般包括价格波动风险（技术风险）或弱势的金融形势（基本面风险）。中等型投资者（a moderate investor）愿意承担一定程度的风险，只要求具有更高的潜在盈利机会。投机型或激进型投资者（a speculator or aggressive investor）追求可能的最高盈利机会——通常是短时期内，并愿意承担最大风险。

上述投资者类型的划分绝不是“黑白”之分，也不是永久性的划分。随着金融环境和投资者环境变化，投资者的投资风格也可能变化。随着投资经验的积累，基于过去决策中成功或失败的投资经验，投资者的投资风格也会随之改变。现实的市场环境也直接影响投资者的具体的风险态度。自我定义的标准在每一个方面很少适用每一位投资者。在本书以下内容，我们假设你通常（generally）是一位保守型投资者，尽管不一定一直坚持。我们的讨论内容基于以下假设：你将自己看做保守型或中等型投资者，并假设在某些市场环境下，相对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准含义，你的风险态度更富于弹性。

当我们面对何时兑现盈利和如何兑现盈利的问题时，我们用来界定投资者的标准往往受到质疑。兑现盈利通常意味着卖出股票，这与你持有股票的保守策略相反。但是，当你使用期权时，你的选择机会将大大增加。期权策略保护你的账户上已有的盈利，市场条件变化时随机应变，无需卖出股票而兑现盈利。

4.1 保守型投资者的困境

保守的投资原则是倾向于投资保值，防止亏损，通过挑选长期表现优秀的公司，消除威胁投资组合价值的波动性风险，多年以后实现构建资产的目标。即使这样，你也必须面对不断变化的市场环境和需求预期来调整股票组合。最容易利用的信息自然是短期的市场信息，因此，你必须持续保证，你基于投资组合的“买入—持有—卖出”决策是使用有效信息作出的。

短期的指标可能让人很迷惑。你拥有的股票的瞬间波动，尤其当价格大幅波动伴随很多极端价格的时候，会使你心情烦乱。没有自主确认趋势发生明显变化，投资者很容易错误决策。例如，你在不必要的时候，为了防止价格进一步下跌的风险，而决定卖出股票；或者当价格大幅上涨时增持股票，只有当调整出现时才认识到买入的错误。面对短期信号和短期趋势作出相应的反应，这是投资者的天性，但是，这确实对于你的保守型投资组合的价值有不利影响。

利用期权，可以有效地处理短期市场趋势与长期投资理念之间的矛盾。适当的应用（管理价格波动，而不是作为一种主要的、投机策略的改变）期权有助于平滑市场本身具有的价格波动，且保护盈利。你可以问自己如下问题。

（1）多久有一次账面盈利机会？

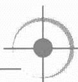
（2）对于持有的优质股票，你仍认为还有长期增值的潜力吗？

（3）曾经由于担心盈利损失，而过早卖出股票吗？

决定如何制订你的投资方针

因为都有一个熟悉的圈子，所以，大多数投资者都能理解所有这些问题。如果长时间观察趋势，你会发现周度和月度价格变化有短期趋势和长期趋势。你很清楚日间发生了什么以及每天价格如何反应。政治新闻、商业新闻、盈利报告和加息的传闻，乃至影响每天价格涨跌的大量的各种数据。但是，长期来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看，短期价格波动和日常价格波动的原因对长期价值真的没有关系。保守型投资者注重公司的基本面—竞争力、管理水平、多元化程度，资本健康水平，持续分红记录等，基于对长期基本面指标的信心。以此为标准，保守型投资者很自然是投资优质股票、跟踪基本面变化，而忽视短期趋势的变化。

即使是最狂热的基本面投资者也可能不愿意将上述投资方法作为唯一方法。兑现盈利是诱人的。有一种方法可以无须抛售股票而兑现盈利。在某种情况下，这种交易策略的风险没有或者很低。在第 5 章“期权用作现金流生成器”中，本书介绍了已经增值的股票如何卖出有保护看涨期权来实现上述目标。及时买入看跌期权能够保护账面盈利、锁定风险，也提供了两项的选择：或以固定价格卖出股票（在迅速下跌的市场情形下），或者平掉买入的看跌期权而兑现账面盈利。

当价格短期变化时你抛售股票，这与你的保守策略相佐。然而，价格大幅度波动可能警示公司的品质发生了变化。如果基本面发生了变化，并且在短期内的价格运动中充分体现，多头看跌期权的策略可以使你决定行使期权。因此，使用上述策略并不与你的保守型投资原则相矛盾。事实上，保险是一种保守策略，提供获利出场的应急策略既是保守的，又是谨慎的。

4.2　利用期权管理盈利

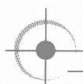
管理盈利是一个很实际的问题，却常常被投资者所忽略（谈到盈利的“管理”，看起来似乎有些奇怪，因为一般的想法是，你要么卖掉资产兑现盈利，要么就让其保持原样；但是事实上，管理正是你应该要做的事情，即使你主要关注的是长期的增长）。

传统的建议——买入股票长期持有，并且忽视短期的价格波动——通常是有益的忠告。不过，反过来说，仅仅对其置之不理可能也是不负责任的。对于正在操作的投资组合进行管理包含很多琐事，主要是监测基本面指标。如果公司实力、竞争地位、股息支付、收入趋势、股本总额以及其他的基本面情况发生了变化，你就应该作出决定卖出股票并且将一部分资产配置在别处。这是基本的也是明智的。

4.2.1　基于基本面作出决策

保守的投资组合管理是基于基本面情况的。短期的价格波动（一个技术指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标）也可以作为基本面出现变化的一个早期警告。如果波动率是其他问题的征兆，特别是基本趋势出现了变化，那么谨慎关注价格是明智的建议。不过，这也不完全可信；多数市场理论认为短期的价格运动不能作为预测的工具。当价格波动真正发生的时候，那就值得查证了。它可能是某种信号，所以在基本面寻找确认依据就十分重要。

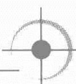
如果价格波动涉及公司基本业绩的重大下滑，那么相对于传统方法这种波动更有助于及早确认基本面变化。价格波动不会一直提供早期信号；很多短期波动表现的只是市场上的短期趋势，对消息和时事的过激反应，或者机构投资者买入和抛售的动向，与股票的长期增值潜力并无关系或者关系不大。所以，就关注每日或每周的价格走势这件事来说，把价格指标放到具体的背景下才是更重要的。

习惯认为保守型投资者希望确保安全，所以传统的建议都旨在使投资组合多样化。尽管多样化是一个基本的并且明智的主意，但它却不能对付短期的价格波动。即使拥有最优的多样化投资组合，你仍然要经历价格的涨跌；你仍然想要兑现盈利或者趁股价低靡时买入更多的股票，而且你必须抑制由于任何错误的原因而要对短期趋势作出反应的冲动。分散投资可以使你免于某种风险，却不能确保你不必经历价格的波动。

然而，多样化的投资组合有一个另外的扩展就是采用资产配置模型。在这种方式下，你可以将部分资产配置到各种不同的领域：股票、共同基金、房地产、现金储备、贵金属等。资产配置可以发挥和分散投资相同的作用，但是它也不能保护你的投资组合免于短期价格波动的冲击。

分散配置还不足以保护资产。将资金在不同的市场间简单地转换可以为你的资产提供一些安全，但是这不能保护你免于各种形式的市场风险。无论你的股票长期的成长性有多好，你的净资产中投入到股市的部分都会面临短期的市场风险。基于相同的依据，房地产、贵金属以及你所配置的其他投资品种的短期价格都易受短期市场风险的冲击。多数的保守投资者始终在同市场风险斗争，甚至那些处于市场之外的人也不能完全避免损失；购买力会由于通货膨胀而逐渐降低，处于所有市场之外又有失去机会的风险，这些综合到一起会形成比短期波动更严重的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4.2.2 实际风险

你无法规避所有风险。你可以简单地忽略短期趋势并且采用传统的保守计划：监控精心挑选的股票并且只在基本面发生变化才卖掉股票。另外，忽视所有短期的价格波动，耐心地场外观望等待。或者你也可以把短期价格波动的潜能看做一个可能的信号，它值得通过基本面的检查来验证，并且你甚至可以利用这种价格走势来获益，使用期权去限制额外风险暴发的损害，平滑价格波动，兑现盈利而不必卖出股票。

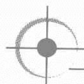
利用期权来保护盈利的两种方法是买入看跌期权和卖出有保护看涨期权。这些策略中的每一个特点都值得比较。表 4-1 总结了多头看跌期权与空头看涨期权的特点。

表 4-1 用于保护账面盈利的期权：一个比较

买入看跌期权	卖出看涨期权
长期持有股票的一种保险形式	如果履约要随之卖出股票
增加的看跌期权权利金价值可以弥补股价的下跌	减少的看涨期权权利金价值可以弥补股价的下跌
只要持有看跌期权，价格的抵消就是无限的	价格抵消仅限于来自卖出看涨期权获得的权利金
你要付款买入看跌期权	你卖出看涨期权，别人付款给你
时间价值的减少会抵消你的实值期权的收益	在空头头寸下时间价值的减少对你是有利的

决定使用多头看跌期权还是空头看涨期权取决于你长期以来对多空头寸的看法。如果你认为多头看跌期权只能严格用做提供保险，那么它就是一个保守的保护盈利的方法，而且不会使股票头寸处于风险中。相比之下，卖出有保护看涨期权存在履约的可能，以此为代价获得了资金的流入而非流出，并且降低了你的原始成本，从而为履约安排了更高的利润。从大多数方面来看，这种下跌保护使空头看涨期权看来更有吸引力。但是选择这个还是另一个，是个偏好的问题，并且在某种程度上，这取决于你最初购入股票的成本。如果相对于原始成本价你的股票已经大幅升值了，那么万一履约你也会很高兴，所以空头看涨期权可以发挥作用。然而，如果你觉得使用有保护看涨期权不合适，因为你不愿意失去股票份额，那么多头看跌期权可能是你保护盈利的最佳方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4.3 解决获利回吐的问题

关于使用期权是否是保守的做法一直存在争论，这取决于时机的选择以及决定背后的动机。当然纯粹为了投机而买入期权可能与你保守投资的目标相佐。

作为讨论的出发点，我们必须确定股票可能的最低价位。支撑位是一个技术术语，当然，大多数保守型投资者并不使用支撑位和阻力位作为投资决策的工具。然而，在保守的风险偏好下，了解支撑位有助于你调整期权策略，使你可以兑现盈利而无须抛售股票。

在任何指定的时间，基于近期的历史价格走势，你可能对股票的支撑位都有一个可能的估计。这个支撑线是一个技术分析工具，在你保守的、依靠基本面的方法论里它是绝对不能信赖、绝对不合适的。然而，当你利用期权去确认短期风险时（例如，作为一种用来确定如何以及何时使用期权兑现盈利的手段），确定支撑位是很重要的。支撑的技术定义（在当前的价格区间内股票可能交易的最低价格）对于以下的讨论来说是最可靠的定义。

4.3.1 不抛售股票而兑现盈利

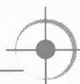
作为一个保守型投资者，前提是你不会仅仅因为目前的股价高于你的成本价就去兑现盈利；同时，你当然乐意在不出售股票的情况下兑现那些盈利。在这个前提下，下面提供了一些对你的投资组合策略有用的指导方针。

（1）利用多头看跌期权去保护现有的投资组合头寸是合适的。作为一种保险，多头看跌期权表示的是有限的风险，并且它能确保当前有利的价格得到保护。

（2）作为一种替代购买形式，使用多头看涨期权也是可行的，条件是能够得到长期股票期权（LEAPS）并且意在保留行权后买入股票的可能性。（参考第6章，“购买股票的另一种选择”，关于此策略有更深入的探讨。）

（3）如果近期你持有的股票由于整个市场下跌而暴跌，多头看涨期权对你会更有用；这就提供了买入的机会，不过你可能不愿意为了利用临时的波动而买入额外的股票。将看涨期权行权后你可以获得额外的股票，从而降低你买入股票的成本价。这是一个保守的策略，只有在你打算获得额外的股票时才会使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用。

（4）只有在你愿意以净价（敲定价格减去你获得的看跌期权权利金）买入股票时，作为替代购买（如果履约，你就要以敲定价格接收转给你的股票）形式的空头看跌期权才是有用的。在这种情况下，风险水平应该被认为是敲定价格与支撑价格之差，再减去卖出看跌期权得到的净权利金。记住，支撑位不是一个绝对的值。你可以使用某种基本面依据，如利润和分红记录，实际每股账面价值，以及其他指标来确定股票的支撑位。为了发现与空头看跌期权策略相伴的净风险，计算一下调整后的执行价格（敲定价格减去支撑位），然后再减去得到的净权利金收益。净风险被定义如下：

$$(S-L)-(P-T)=R$$

式中　S——空头看跌期权的敲定价格

L——支撑位

P——获得的权利金

T——交易成本

R——净风险水平

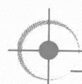
（5）当你所持股票的股价已经下跌并且你认为近期股价会上涨时，空头看跌期权可用于代替多头看涨期权。这假定了如果看跌期权最终履约，你愿意基于上述第 4 点的标准以敲定价格获得股票。

何时使用期权是投机性的，保守的投资策略又何时有效呢？考虑因素之一就是你是否持有股票头寸。只要你使用期权的目的是保护盈利、利用价格顶点、或者平均摊低股票成本，那么保守的投资准则与各种期权策略就是相匹配的。如果你在自己并未持有的股票发生价格波动时选择使用期权，这只在替代购买策略中是合适的，可以根据前述的条件来限定。否则，为了获利而在你未持有的股票上使用期权就是投机行为。

4.3.2　进一步确定个人的投资标准

真有必要去保护盈利、降低成本，或者利用明显的市场价格峰值吗？答案取决于你的头寸、时机的选择，以及该策略有利或不利的程度。如果你拥有的股票是打算长期持有的，但是最近发生了大幅的调整，股价多久才能回到你最初的成本价呢？那可能要花费几个月的时间，你也会很自然地担心那将需要几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



年时间。这期间，资本就被占用在账面亏损的头寸上。

在这种情况下，期权不仅可以用于管理亏损，甚至可以扭转、消除亏损，并且可以使成本价恢复接近市价。基于一些假设，你可以应用空头看跌期权。第一个假设是股票已经达到了低点并且就要开始上涨；如果选择的时机好，卖出看跌期权可以产生收益而看跌期权将会到期作废。这个权利金收益降低了你的股票成本。让我们来看一个例子，是基于我们投资组合模型中一支股票的真实历史市场信息：2001 年 1 月，你买入 100 股房利美公司的股票。那时，你每股付出了 85 美元。21 个月过后，在 2004 年 10 月 22 日，该股收盘价为 67.65 美元。你卖出了敲定价格为 65 美元的看跌期权并且得到了 6.80（680 美元）美元的权利金。从而你的股票成本价降为 78.20 美元。

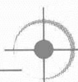
因为如果股价持续下跌以致低于看跌期权的敲定价格，那么空头看跌期权就会被履约，所以鉴于公司长期的持续发展能力就必须考虑这个敲定价格（扣除看跌期权权利金后净额）。它必须适于长期持有。让我们修改一下这个例子：你最初以 85 美元买入 100 股并且 21 个月之后，市价为 67.65 美元。你以 6.80 美元的权利金卖出两张敲定价格为 40 美元的看跌期权，收益 13.60 美元，这将你的股票成本价减至每股 71.40 美元（未计入交易成本：85 美元减去 13.60 美元）。只要你乐意接受额外的 200 股房利美股票所引起的成本增加，这个策略就是有效的。如果履约，你在股票上的平均成本价将会是每股 67.13 美元，如表 4-2 所示。我们可以高兴地拿这个价格与该股市价相比较，截至收盘该样本股价为 67.65 美元。该股票的平均成本是通过将所有 300 股股票的净值加总后计算得到的，包括在成本中扣除看跌期权的权利金。

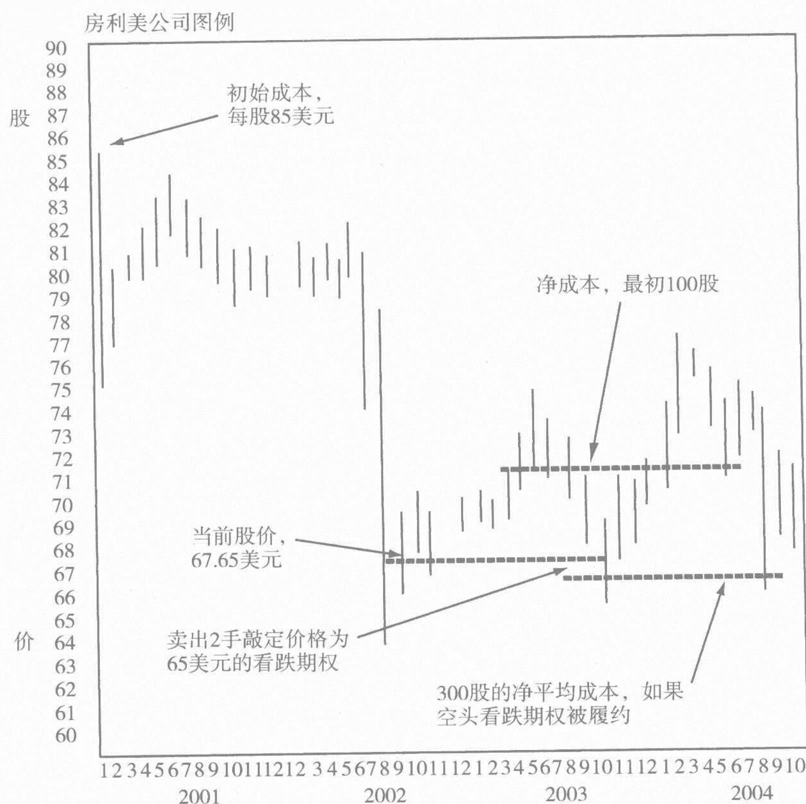
表 4-2　空头看跌期权拯救策略降低成本演算表　（单位：美元）

初始成本，100 股	85.00
减去卖出 2 手看跌期权的权利金	-13.60
最初 100 股的净成本	71.40
成本增加，200 股每股 65 美元	130.00
所有 300 股的净成本	201.40
平均价（201.40 美元 ÷3）	67.13

这一系列交易在图 4-1 中做了总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





注：（1）房利美图例基于历史价格和 2004 年 10 月 22 日的收盘价以及看跌期权利金价值。

图 4-1 空头看跌期权拯救策略

4.3.3 何时适用拯救策略

只有在如下情形中，拯救策略才是合适的：①基本面持续支持该股票作为一项长期可增长的投资；②你有可用的资金再购买 200 股股票；③你愿意在一支股票上持有那么多的数量。房利美股票价格过去下跌到的价格水平是一个问题；然而，如果股票的基础价值没有变化并且你愿意继续持有股票，那么这个拯救策略可以帮助你降低成本并且获得更多的股票。

如果市价反弹到高于每股 70 美元的水平，你可以卖掉通过空头看跌期权得到的 200 股。你的平均成本价是 67.13 美元，所以，不计交易成本的话，以 70

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的价格卖出 200 股将会产生 574 美元的资本收益。但是实际上，你这 200 股最初的成本包含了每股 85 美元的 100 股和每股 65 美元的另外 100 股，再加上看跌期权权利金 4.4 个点的短期收益，如表 4-3 所示。

表 4-3　空头看跌期权拯救策略　　（单位：美元）

资本损失，最初的 100 股（85－65）	－2 000
资本收益，另外 100 股（70－65）	＋500
按 6.80 点价格卖出 2 手看跌期权的利润	＋1 360
净收益或净亏损	－140

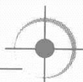
确认获利的准确时机以及短期与长期的相对问题会由于上述三个部分的不同而不同。无论如何要记住的一点是，在当前 67.65 美元的市价之下，这一系列的交易会将你每 100 股的成本从 85 美元减至 67.13 美元，出于税收的目的发生了 140 美元的净亏损。事实上，你仍然持有 100 股成本价为 67.13 美元的股票，并且这 420 美元的亏损可以上报到你今年的退税申报单上。考虑到两年来股价的大幅下跌，拯救策略产生了很好的效果。你最终拥有 100 股市价已大幅降低的股票和一个已上报的小额净损失，那些损失可以由账面收益来抵消。这使得这个策略在股价已经下跌后能够既实用又有利可图。

4.3.4　回到第二种策略

另一种可能的策略是，空头看跌期权履约后，随着股票的买入转而利用有保护看涨期权策略。假设同前文例子相同的情形，你开始时拥有 100 股以每股 85 美元买入的股票。后来持有 300 股时平均成本已经减至每股 67.13 美元，同时股票市价为每股 67.65 美元。既然你最初的头寸只是 100 股，那么你或许愿意在额外的 200 股获利后将其抛出。所以，在各种有保护看涨期权策略中，你可以卖出两手看涨期权，每一手的敲定价格都是 70 美元。如果履约，这 200 股将以高于你当前成本价 5 个点的价格卖出，所以你的资本收益将会是 1 000 美元。此外，你还拥有来自卖出看涨期权的权利金收入。27 个月的敲定价格为 70 美元的看涨期权每张估价为 8.30 美元，所以通过卖出两手有保护看涨期权，这个策略可以产生 1 660 美元的额外收益。

从所有方面来看这个策略的结果都是积极的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（1）你最终持有 100 股，但是你的成本价已经从 85 美元减至 67.13 美元。

（2）通过卖出两手看跌期权和两手看涨期权你获得了权利金，这些权利金都可以被你留存下来。

（3）在履约获得然后又履约交付的 200 股上获得资本收益。

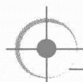
（4）经过这一系列的交易你还拥有 100 股股票，这 100 股是没有负担的，可以为了长期的增长而持有他们（但已经比最初的成本价低了 17.87 美元）或者为另外的空头看涨期权头寸提供保护。

上文详述的一系列交易导致了一个重要的净值改变。在开始和结束时你都持有 100 股股票，但是你的成本价降低了 17.87 个点。你发现连同降低后的股票成本算在一起，资本收益这方面出现了一个小额的净亏损。在这个例子中，你无须卖出最初的 100 股，但是可以利用空头看跌期权和空头看涨期权的组合来弥补市场的下跌。利用期权交易这种情况下的风险是可控的。只要你像往常一样预先精选出这家公司，这个头寸就是合理的；关键是期权可以有效地调整成本、管理波动，并且保护盈利。在前文例子的任意一个结果中，你所得到的看跌期权权利金都会使你的股票成本减少，所以这个策略非常适合你保守的投资组合。

如果前文例子中的看跌期权没有履约，你可以等待到期，或者你也可以在到期前将头寸了结。一旦到期，你就可以卖出随后的看跌期权。不过，如果股价在看跌期权的存续期内已经发生了反弹，你就不需要或者不愿意重复这种空头看跌期权策略了。如果看跌期权的价值下滑，你可以着手买进平仓交易。最初卖出和后来买入价之间的净差额就是全部的收益，并且一旦看跌期权被平仓，如果你愿意的话你就可以用新的空头看跌期权来替换原来的头寸。

这种策略最大的问题就是交易的复杂性。要完成包括空头看跌期权和空头看涨期权在内这一系列的交易，还要面对股票成本价和持股数量的变化，可以理解一些保守投资者会感到气馁。处理特定的细节需要信心和技巧。如果你打算卖出看跌期权，你的经纪人会要求你在保证金账户上存入资金以便履约时购买股票——股票成本加上交易费用，减去卖出期权得到的权利金。考虑到交易的目的是应对股价下跌并且将其转化为一个赚钱的头寸，征服最初的学习弯路还是值得的。不过，在建立空头头寸之前，你一定要确保自己对各种可能的情况下的潜在结果及收益都有充分的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4.4 处理惯性问题

作为保守型投资者，问题不在于掌握期权交易的复杂性；事实上，期权交易本身和一些期权交易策略是很容易掌握的。更重要的问题是惯性问题。

当市场价格变动很快的时候，投资者本能的反应是平仓止损，或者变得很谨慎以致时机合适的时候没有行动。惊慌的反应往往不是保守型投资者所为。你知道自己的股票是可以长期持有的，所以当股票价格下跌时你并不惊慌。你知道这种临时的下跌行情会在将来某一时间转向。换句话说，人的惯性是很难管理的。当股票出人意料地下跌时，存在两种力量使你很难采取决定性的行动：一种力量期待采取聪明的、适合时机的行动。另一种力量由于恐惧整个市场及环境发生变化，认为更加保守的态度是合理的。事后所有人都知道惯性的另外一个意思就是失去机会；但是当机会来临的时候却很难作出反应。

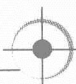
惯性管理

处理惯性问题的一些建议。

（1）事先设置目标。由于有了具体的行动目标，你的决策会更加清晰，市场从整体上或者从个股的侧面上发生了突然的、甚至预料不到的变化，提示了必须作出特别的、及时的决策。保守型的投资者并不关心日内价格时机，但是他们非常关心基本面的情况。价格反复无常往往标志着基本面发生了变化，所以你的目标必须考虑到这些不确定性。如果你持有一个股票的标准是季度收益的持续增长、销售利润、股本比率、每股股息的增加或者其他一些标准，那么当这些标准之一的趋势停止或者反转的时候，会发生什么呢？如果你事先决定在这个点位上卖掉股票，那么就行动吧。目标不应该仅仅限于股票的市价、盈利与亏损。与你的获利目标同样重要的是，你必须懂得，以保守的观点来看，当风险在增大的时候，持有股票也是非常危险的。

由于建立了行动目标，卖出股票并不是你唯一可能的选择。例如，对于不断变化的信息，你或许可以采取其他的行动方案。如果你可以保本或者甚至可以获利的话，不断增加的价格波动会促使你卖掉手中的股票，或者为每 100 股股票买一份看跌期权来作为股票价格下跌时的保护。如果高股价的情况伴随着基本面的变化，这会促使你为了获得有限的下跌保护而卖出一份有保护看涨期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权，或者卖掉股票获利，然后把资金转移到另外的股票上。卖掉手中的股票并不是唯一可行的止损办法。期权有助于你采用防御性的头寸，同时可以保持股票的长期持有。

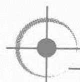
（2）毫无例外地遵守你自己制定的规则。提前规划的目标能够在行动时使你更加清晰和轻松，有计划的程序反应可以克服感情冲动，制定决策过程中的情感障碍是市场中普遍存在的缺点，你可以通过严格执行自己的准则来克服这个缺点。一旦你的准则经过了精确的分析并确定下来，就无一例外的要遵循他们，即使在你的直觉告诉你再等待观望一下或者采取与你的准则相反的行动时也要坚持。当股价出现波动的时候，最不应该降低警惕并且进行投机。保守主义的真正考验就是价格波动的时候你如何行动，但是多数没有经受住考验。

（3）制定两套行动方案。当股票价格上涨时我们该怎么办？而当股票持续下跌呢？以最坏的预期规划你的行动方案。如果在波动期股票价格上涨，你要有一套详细的行动过程规划；而当股票价格下跌时你还要有一套不同的行动方案。记住，波动本身会改变你的风险水平，所以你必须确定一个行动计划。如果波动是暂时的，如果随后你断定基本面的情况已经发生了变化，你可以利用期权平滑掉一些波动同时采取可能的第二套行动方案。如果这种不断变化的波动是持久性的，你最好选择撤离策略。如果在基本面发生变化的时候，你可以卖掉股票获利，那么就立即行动。如果不行，你就必须接受损失，或者你可以利用期权来保护自己免于更大的损失；而且期权还可以使你拥有在不久的将来获利的机会。

（4）当风险的特征发生改变时，考虑了结头寸。波动通常比市场的周期变化频繁得多，也经常作为股票基本面变化的征兆，预示有必要进行更深入的调查研究。如果你的股票过去常常在一个狭窄范围的价格区间成交，一旦突破呈现不规律性特征，你必须考虑这是为什么。这种波动是否会蔓延整个市场？是否是流传的消息导致了这种变化？如果是，你是否期望价格幅度回到正常水平？这种波动是否遵循现有收益报告，在运行结果中是否有些可以作为你将来的行动依据？如果基本面的情况发生变化，那么你或许想要根据公司的情况重新定位你的假设；你可能会得出由于某些特征已经改变、你要卖出股票的结论。

在保守的策略下，重新定位你的投资原则或许是值得的。期望自己总是能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



够作出赚钱的决定是不太现实的，但是你非常想通过聪明地选择股票，使得你的投资组合收益高于市场的平均水平。然而期权可以帮助你实现这个目标，因为股票变得不那么安全就卖出股票有些过于谨慎了。你的资金或许可以在其他地方为你更好地服务。你的保守的投资组合不应该规定获利水平，而是应该规定你的操作行为。通过遵循这些主旨，你可以避免投资者普遍面临的问题，那就是最终获得高于市价的股票组合。没有经验的投资者往往见利就走，所以他们最终选择的股票组合总是表现不佳。这恰恰与投资者的投资目标相反。因为你是个保守型投资者，重要的是不仅要知道什么时候获利，而且还要知道什么时候亏损。

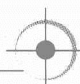
4.5 税收与利润

为了保护你的账面利润或者使你的账面亏损最小，你所使用的各种不同的投资策略能否盈利取决于你的税收情况。如果在税前你是盈利的或是盈亏平衡的，或许在纳税以后，你的账面最终是净亏损的。

评定将税收考虑在内的战略决策，这些要点一定要包括在你的分析里。

（1）结转亏损情形。作为计划工具，结转亏损很容易被忘记和忽视。很多投资者在过去的几年里有相当大的损失可以用来抵消本年度的收益。如果你的结转亏损是实实在在的，那么你可以用没有转移到其他地方的当年的盈利来吸收抵消这些亏损。同亏损结转同样麻烦的是，它还提供了计划的机会。例如，只要你避免 30 天的虚卖规则，大量可实现的盈利可以被结转亏损吸收，并且可以由更低的成本价来替代现有的头寸。然而，如果你用期权来保护股票现有的价值，这可能有损税收优势。如果你拥有增值的股票，你可以今年卖掉股票获利来抵消结转亏损。如果等待 31 天或更久，你可以重新购买这些股票，以当前价格作为你的新的成本价。如果股价下跌你还卖出看跌期权或者买入看涨期权来保护当前的成本价，那么这种行为会被视为相关交易：如果你开仓进行期权交易，那么你就不能够申报股票上的损失。这些所谓的“对冲头寸”非常复杂。如果你在 30 天内卖出实值看跌期权（意味着看跌期权很可能被执行），你将承受风险，可能失去申报股票亏损的权利。股票的卖出和看跌期权的履约（意味着重新获得相同的股票）能够使虚卖规则下的卖出失效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了不引起争议，股票的真正卖出应该不伴随着任何期权的使用。等待31天然后重新买回股票，或者以接近你卖出价格的敲定价格卖出实值看跌期权。当看跌期权履约的时候，你会重新获得股票，用你卖出看跌期权收到的权利金作为折扣。或者，你可以只是等待31天，买进股票而不用在交易中使用期权。

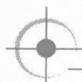
（2）你真正的有效税率。当你计算税率对于股票和期权资本收益的影响时，要确保既包括联邦政府税又包括州税。你“真正”的有效税率是两者的混合。有效税率的范围限定为有效的税收级次内你所报的任何收入所纳税收。如果每年的收入使你排在33%的联邦税收级次内，那么任何所报的额外增加的收入必须在这个水平线上纳税。而且，你还必须向你所在的州纳税。如果你的收入的州税率是8%，你的混合有效税率就是41%。你需要进行加法运算。例如，尽管联邦长期资本收益税率被固定在一个较低水平，但你所在的州可能没有设立任何长期收益的规定条款。

调整是复杂的。例如，在计算长期收益的时候你需要减去从15%到33%不等的联邦税率，但必须把基于全部税率的州税计算在内。同时，你可能有联邦结转亏损，但是在州内层面上却没有相应的亏损（或者是不同税种）。比较各州不同的税收规则，请查看网址 http：//www. taxadmin. org/fta/rate/ind_inc. html。

（3）获利和亏损的时机选择。传统的税收计划包括预先计划好的应税收入计提时间和同样重要的亏损计税时间。你可以根据这一年的税收情况选择你获利或损失的时机。然而，基于保守的目标，你的首要任务是确定交易时机。只有当时机的选择对结果没有影响的时候，税收计划才应付诸行动。如果一个今年发生的出售将产生亏损，并且你已经有大量结转亏损了，那么在年底之前卖出股票没有税收优势。在这种情况下，你可以买入看跌期权来保护股票的现有价值，然后等待明年你需要申报亏损的时候再卖出股票。如果明年的税收优势大于买入看跌期权所用的成本，那么使用这种策略就很有意义了。

从某种程度上讲，你可以筹划获利和亏损的时机来彼此冲抵，这样会使你的税收最小化。避税是合法的，但是需要计划并咨询你的税收顾问。伴随着对亏损资产的处置，选择股票卖出获利的时机可以抵消盈利和亏损。获利也可以被结转亏损所抵消。过去，卖出主要房产的未延期收益是可以抵消股票市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的亏损和收益的。但今天，出售初始房产所得的50万美元以内的收益是不征税的，而且此收益不能延期。这是一个很大的进步，但是在房产出售和你的投资组合之间进行时机选择和协调，可使你不用每年都作繁琐的计划。

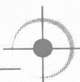
（4）在同一年抵消盈利和亏损。最有效的计划工具之一就是让盈利与当年的亏损恰好相匹配。这个结果对你的有效税率是没有影响的。如果你处于只要增加一点额外收入税率级次就会增加一级的情况下，预先计划就显得非常重要了。如果你打算兑现盈利同时处置一些表现不佳的股票，那么这或许是一个明智的选择。协调这些交易时机的好处有两点。首先，你通过投资损失抵消并掩盖了收益；其次，你处理掉了表现不尽如人意的股票。这要比孤立地做出一个决定更为保守。如果你不进行诸如此类的计划的话，那么你将在随后的一年里被税收和税收级次的增加所累。例如，你今年或许卖掉了股票，实现了应税资本收入；明年，你或许又卖掉了已经贬值的股票，产生了有限的年度价值的结转亏损。不提前进行计划，就等于自找麻烦。你不但会面临获利年度税收级次的增加，还会把亏损带到没有盈利可以抵消的一年里。只要一年内你上报的所有收益都纳税了，你的最大年度资本损失就是3 000美元。如果你通过预先计划选定亏损的时机，就可以利用这些亏损作为对冲来减少当年的税负，那么创造结转亏损就毫无意义了。

（5）意外的税收结果。与期权交易相关的税收规则很复杂。对于许多个人来说，即使与期权无关的税收规则就非常复杂了，以致很多人都找一些税收方面的专家，帮助他们在买卖股票、基金、房地产方面遵照法律办事。当你把与期权相关的税收问题加入到以往的税收问题中，复杂的程度使得专业的帮助比以往更为重要。要确保你的税收专家对于有关期权的税收规则非常精通。你不但在税收期要付给税收专家咨询费以便获得专业意见，而且全年都要这样做。特别是对于有保护的实值看涨期权，规则的复杂性会产生多种结果，包括你的投资组合中长期资本收益状态的亏损。你在进行交易之前，咨询你的税收专家以便了解税收规则，并要提前了解哪种类型的交易会引起税收优势的重大损失。

用期权安然度过波动期

每一个投资者都不得不面对短期价格波动风险。作为保守型投资者，你重视公司基本面的变化，短期信号仅用于检验你自己的假设。如果假设发生了变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化，那么你的股票持有策略便转化为抛售。但是，只要你倾向于继续持有股票，期权就可作为传统交易策略中兑现盈利的另一种替代选择方式，用于安然度过短期价格波动。利用期权，你可能减少短期损失，并能继续持有股票而兑现盈利。

在下一章，本书将深入探讨有保护看涨期权策略的迷人潜力，探讨包括适用于卖出期权策略的具体的税务原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章 期权用作现金流生成器

卖出有保护看涨期权是一种保守交易策略。这种策略的关键是利用权利金的时间价值。为了使策略有效，你的股票原始成本应该有利于卖空期权，期权价格与期权履约的风险相匹配，而且在你建立空头头寸的时候已经考虑到税收的因素。空头头寸的税收规则奇怪且十分复杂，但是这个因素却是不能忽略的。

有保护看涨期权是众多保守期权交易策略中最有吸引力的交易策略之一。当合理使用时，它会提供给你丰厚的回报，并且不增加额外的风险。事实上，利用有保护看涨期权策略，你所面临的市场风险（你所持有的股票价格下跌）就会得以降低。

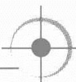
在本章中，我们将探讨在什么前提下可以成功地应用这种保守策略。我们将探讨各种可能的结果，以判断什么时机和是否运用有保护看涨期权。我们的分析考虑了税收因素，例如，有保护看涨期权策略的资本利得规则（capital gains rules）会影响到决策和卖出时间。

在有保护看涨期权策略中，向前－向上展期策略是比较复杂的一种交易策略，这种方法是用于避免期权未来履约并增加潜在利润。这个方法最适用于在卖出有保护看涨期权后股票价格出现上涨的时候。我们也会利用有保护看涨期权作为有意卖出股票的方法，同时，这种方法比直接卖出股票可以获得更高的利润。

5.1 有保护看涨期权的概念

没有什么策略是完全没有风险的，甚至是那些你所持有的管理优秀并且有雄厚资本实力的公司的股票也是如此。但是在有保护看涨期权策略中，我们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以增加我们的利润而且不会增加额外风险，而且这是绝对现实可行的。对于很多投资者来说，有保护看涨期权创造的额外收益值得去冒失去机会的风险。（在本章的后面将讨论失去机会的风险）。

有保护看涨期权有两个基本要素。第一个因素就是每一手期权有 100 股的股票作为保护。第二个要素是有保护看涨期权实际上是看涨期权的空头。如果你有 100 股股票，你卖出了一手看涨期权，就使你的股票与期权构成一对一的"保护"状态。这个看涨期权赋予了买家以敲定价格在期权到期之前的任何时间购买你的 100 股股票的权利。只要当前的股价低于敲定价格，这个看涨期权就不会被履约。

例如，你有 100 股百事可乐的股票。当前的价格是 48.48 美元。如果你考虑卖出敲定价格为 50 美元、55 美元和 60 美元的有保护看涨期权，除非股票价格在期权到期之前涨到了敲定价格之上，否则这些头寸都不会履约。

谁掌握决定权

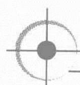
当你卖出了一份有保护看涨期权后，你就卖出了一个对应自己股票的看涨期权。这就意味着你给了购买者行权的权利，决定权就完全掌握在买方手里。无论这个期权是履约还是只是简单的持有到期，你都会得到卖出期权应得的权利金。在你持有期权空头的这段时间里，你仍然可以继续获得股票的分红收益。现在最大的问题就是当股票价格上涨超过敲定价格的时候是否值得承担被迫卖出 100 股股票的风险？

回答这些重要的问题，我们要分析这笔交易本身，看一看所有股价波动可能带来的收益，分析一下来自有保护看涨期权履约的税后收益，以及期权履约之后股票潜在资本利得。

卖出有保护看涨期权的好处就在于直接产生了现金。卖出看涨期权你应该获得一笔收入。如果你卖出一个看涨期权能马上获得你股票 10% 的收益，这样做值得吗？这个答案当然要基于你初始的买入价格与当前的价格以及潜在的敲定价格。这些要素决定了期权履约之后你的总体收益率。

卖出有保护看涨期权的缺点就是每卖出一手看涨期权就会使你持有的 100 股票与之绑定，在你没有平掉你的空头头寸之前，这些股票是不能从有保护期权中释放出来的。比如说，如果你卖出了一个看涨期权并且获得了权利金，之后你决定不再继续持有这个空头头寸了，你必须要买回这个看涨期权来平仓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（记住你在最初交易中是卖出一方，以后交易中你需要买回期权，从而完成平仓交易。）

在下列两种情况下之一你应该选择平仓。第一种情况，你卖出看涨期权之后这个看涨期权的价格下跌了，你可以当前的价格买入平仓。这个净差价（初始卖出价格减去平仓价格，再减去交易成本）就是你的资本利得，也是在平仓的当年内需要缴税的数额。第二种情况，如果股票价格上涨超过了敲定价格，你应该选择平仓。在这种情况下，你要面对期权履约的可能，当看涨期权处于实值（当前股票价格高于看涨期权的敲定价格）的时候，期权履约随时都有可能发生。当股票价格上涨超过敲定价格的时候，卖出看涨期权的净权利金可能低于当初你卖出时候的权利金。这种情形可能出现，因为随着期权到期日的临近，看涨期权的时间价值下降。在这种情况下，谨慎的做法应该是买入平仓，这样不仅可以避免履约，而且在期权交易中还可以实现净收益。另外，一旦你平仓之后，你就可以重复交易，可提高看涨期权的敲定价格和推迟期权到期日。

如果股价超过了敲定价格以致你卖出的看涨期权处于实值状态，这个看涨期权的价值也将可能已经增加。你可以利用展期策略（用一个期权替换另外一个期权）以避免期权履约带来的净损失。在本章将要介绍这个策略。

5.2 举例：10 支股票及其有保护看涨期权

为了解释有保护看涨期权策略的原理，我们利用 10 支股票进行一些检验。下面是三个假设。

（1）我们所列出的期权都是长期股票期权（LEAPS），并且在股票市场上可以找到。

（2）所有所选股票的当前价格都高于初始成本价格（市场价格低于初始成本价的那些股票没有理由使用有保护看涨期权策略。只有在股票比购买时有所增值的时候才能使用保守交易策略）。

（3）所选股票的当前价格波动率水平适中（如果股票波动率太高，那么市场风险大；如果股票波动率太低，那么期权权利金低，该策略可能不太适用）。

表 5-1 是这些股票的基本信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

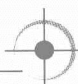


表 5－1　有保护看涨期权的样本股票

公司名称	股票代码	当前价格*/美元	股息收益率（%）
克洛罗克斯	CLX	55.91	1.9
可口可乐	KO	38.90	2.6
埃克森美孚	XOM	48.70	2.2
房利美	FNM	67.65	3.1
联邦快递	FDX	87.78	0.3
通用动力	GD	100.01	1.4
J. C. 彭尼公司	JCP	38.20	1.3
百事可乐	PEP	48.48	1.9
华盛顿互惠银行	WM	38.43	4.7
施乐	XRX	14.32	1.4

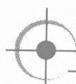
注：*2004 年 10 月 22 日收盘价。

5.2.1　满足预先确定的标准才有效

有保护看涨期权仅是在一个具体的敲定价格水平才有效，所以我们所有的判断都是基于你所拥有的股票很好地符合以上的假设。如果你所持有的股票不是这样的，那么这种有保护看涨期权也不符合你保守策略的标准。第一步是挑选这样的敲定价格：①平值或者虚值；②高于股票初始成本。

表 5-1 显示华盛顿互惠银行的股息收益率最高，为 4.7%。因为我们采取的是保守的有保护看涨期权投资策略，所以高收益率是很有吸引力的；虽然我们不考虑所持有股票的股息收益率，但是收益率会影响我们决定购买哪个公司的股票，因为基本面指标不尽相同。如果你选择你投资组合中的 10 支股票，你会期望这些股票的有保护看涨期权策略获得潜在利润应该在一个范围内。相同的逻辑，你也可能持有那些期权权利金不符合预期的股票。再看一遍表 5-1，你可能就会决定不卖出华盛顿互惠银行的有保护看涨期权，因为它的股息收益率很高。你更好的选择是保留那些收益率较高的股票而卖出那些收益率较低的股票的有保护看涨期权，例如联邦快递（收益率只有 0.3%），J. C. 彭尼公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



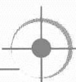
（1.3%），通用动力（1.4%）和施乐（1.4%）。

我们接下来要利用对比的方法来分析一系列期权。如果所比较的期权的到期日不同，那么你应该将回报率年化。在我们的案例中，我们采用的都是长期股票期权，所有期权的行权期都为27个月。表5-2是到期日为27个月的看涨期权的汇总。

表5-2　有保护看涨期权的价格，距离到期27个月

公司名称	代码	当前价格/美元	27个月到期的敲定价格/美元	看涨期权权利金/美元
克洛罗克斯	CLX	55.91	55	7.30
			60	5.10
			70	2.30
可口可乐	KO	38.90	40	4.00
			45	2.15
			50	1.15
埃克森美孚	XOM	48.70	50	4.50
			55	2.70
			60	1.60
房利美	FNM	67.65	70	8.30
			80	4.80
			90	2.45
联邦快递	FDX	87.78	90	12.30
			95	10.10
			100	8.10
通用动力	GD	100.01	100	13.90
			110	9.60
			120	6.40
J.C.彭尼公司	JCP	38.20	40	5.70
			50	2.50
			60	1.00
百事可乐	PEP	48.48	50	4.30
			55	2.30
			60	1.15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

公司名称	代码	当前价格/美元	27 个月到期的敲定价格/美元	看涨期权权利金/美元
华盛顿互惠银行	WM	38.43	40	3.10
			45	1.65
			50	0.80
施乐	XRX	14.32	15	2.55
			17.50	1.60
			20	0.90

注：股票价格为 2004 年 10 月 22 日的收盘价，期权买方出价为 2007 年 1 月到期的看涨期权在 2004 年 10 月 22 日的收盘价。

5.2.2 盈利计算比较

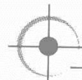
让我们看一下这些价格。在百事可乐这个案例中，我们看到 27 个月到期敲定价格为 40 美元的看涨期权的价格是 5.7 美元（570 美元）。所以，如果你今天卖出这个期权，那么你会获得 570 美元（减掉交易费）作为卖出期权的权利金收入。

如果你卖出 50 期权（每份的敲定价格为 50 美元），那么购买者应该支付你每份期权 2.3 美元（230 美元）。利用当前价格和敲定价格我们可以快速地计算回报，如果履约，你的回报是多少。如果履约，那么你的 100 股股票就会以敲定价格卖出，在第一种情况中，敲定价格为每股 50 美元，第二种情况中敲定价格为每股 55 美元。接下来的计算是基于今天的收盘价，而不是基于你实际购买时的价格。在当前价格的基础上，如果这个看涨期权的空头头寸履约，那么你的收益如表 5-3 所示（不包括股息收益，没有考虑税收）。

表 5-3 不同敲定价格水平下的收益表

2007 年 1 月到期；敲定价格为 50 美元	
出售股票所得	5 000 美元
减去当前价格	−4 848
股票利润	152 美元
回报率	3.1%
权利金收入	430 美元
期权收益率	8.9% *

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

2007 年 1 月到期；敲定价格为 55 美元	
出售股票所得	5 500 美元
减去当前价格	-4 848
股票利润	652 美元
回报率	13.4%
权利金收入	230
期权收益率	4.7% **

注：1. *430 美元 ÷4 848 美元 =8.9%

2. **230 美元 ÷4 848 美元 =4.7%

我们分别展示出股票和期权的利润是为了说明很重要的一点——虽然你不会将股票的资本利得作为选择期权的一种方法，但是一旦履约不同的敲定价格却能带来不同的回报。在这个例子中，较低的敲定价格 50 美元产生更高的期权利得，但是股票的资本利得却相对较低，而较高的敲定价格 55 美元产生较低的期权利得但是资本利得较高。敲定价格为 50 美元的例子总的回报率为 12%，而敲定价格为 55 美元的例子总回报率为 18.1%。所以，你不应该将两种潜在的收入混为一谈，在不同条件下，如果你期望获得合理的回报，那么选择敲定价格是很有必要的。在这个例子中，更高的敲定价格产生了更高的收入，尽管期权费用的回报较低。

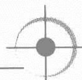
如果我们将回报率年化㊀（只是基于卖出股票或是期权权利金），我们必须调整报告收益为持有期 12 个月的收益，如表 5-4 所示。

表 5-4　不同敲定价格下的年化回报率

2007 年 1 月到期，敲定价格为 50	
股票收益	(3.1% ÷27) ×12 =1.4%
权利金收入	(8.9% ÷27) ×12 =4%
2007 年 1 月到期，敲定价格为 55 美元	
股票收益	(13.4% ÷27) ×12 =6%
权利金收入	(4.7% ÷27) ×12 =2.1%

㊀ 期权回报率年化是十分重要的，这是因为持有期从几周或几个月到几年不等。年化公式是将收益率除以持有期（以月计算），然后再乘以 12（月）。这个结果就是年平均收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个例子展示了在对比不同期权时，我们通过将股票收益和期权收益分开得到一种回报率。我们不想将这两者合并计算，因为在剔除股票任何资本利得收益后，去比较期权履约收益或期权持有到期收益，这点是十分重要的。这一点只和根据不同的履约结果选择敲定价格有关，并且显示了当股票的利润考虑在内时总体回报率就大不一样了。

正如前文所述，这是一个简要的总结，并且只是应用了对比分析。实际比较时，还应该考虑你的股票购买价格，计算股息收益，并且还要考虑总体的税收情况。关于更多的有保护看涨期权履约情况下的税收，在本章后文将有更详细的介绍。

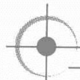
5.3 精明的保守型基本原则

所有的策略都有积极的一面也有消极的一面。有保护看涨期权是一种保守策略，是假设你明白这种交易的具体特点，并确信策略有用。在进行分析时，我们必须遵守 7 个基本原则以确保有保护看涨期权真正成为保守策略。

（1）你的初始购买价格必须适合该策略。当你购买的股票已经增值了，有保护看涨期权的应用是最保守的。与当前的股票价格相比，你的成本越低，你有更大灵活性去设计有保护期权策略。事实上，无须兑现利润，采用有保护看涨期权保护来部分保护账面利润是一种很明智的做法。比方说，如果你有 30 个点的账面利润，那么你卖出一个有保护看涨期权并且获得 10 个点权利金（1 000 美元），这就给了你 10 个点的下跌保护，占你未实现利润的 1/3。如果随着时间的推移，你卖出一系列有保护看涨期权，这甚至可能在不卖出股票的情况下兑现你所有的利润。例如，在几个月的时间里，你连续卖出三个有保护的看涨期权，每一个到期后用另外一个去替代。如果每一个期权你都获得 10 个权利金，那么整个的 30 个点账面利润都可以作为资本利得而兑现。

（2）你收到的权利金必须能提供足够的收益与有保护看涨期权的暴露风险相匹配。如果你计划用你的股票作为期权空头头寸的保护，你必须能确认它的获利水平。计算一下期权权利金的年回报率。所以，如果你拥有很多不同的股票，那么你自然会找出其中回报率最佳的期权头寸。比较每一个期权，了解他们的回报率和剩余的到期时间。6 个月 5% 的回报率比 24 个月 10% 的回报率更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



加可观。也需要记住，你不总是要将这些空头头寸一直持有到履约期。你可以随时平掉这些空头头寸。例如，有一种可以获利的策略就是卖出一个有保护看涨期权，等待其时间价值的降低，然后键入一个买入平仓指令，净的价差就是利润。在期权平仓之后，你可以用相同的股票再创设另外的期权，但是这个期权时间价值更高，潜在的利润也更大。

（3）你愿意接受期权履约是可能的结果之一。在每一个有保护看涨期权策略中，你必须面对你必须卖出 100 股股票的可能。事实上，一些投资者被期权所吸引的最初想法是接受履约，卖出股票，只是意识到反复地卖出有保护看涨期权利润可观。如果在任何条件下你都不想卖出股票，那么你就不应该卖出有保护看涨期权。然而对于很多的投资者，卖出有保护看涨期权比简单地卖出股票是一种精明的选择。这样可以持有股票，获得与股票相关的股息收益并且卖出期权获得短期收益，有效地保护当前获得的收益。

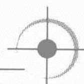
事实上如果履约可以获得资本利得，再加上期权回报，那么必须愿意接受履约就不成问题。这个交易的风险是有保护看涨期权一旦履约，你就不得不卖出 100 股股票。但是如果承担风险可以带来回报，那么大多数的投资者都愿意接受——假设当卖出看涨期权履约时也是一种结构性获得利润的方法。

（1）你要知晓一旦履约的税收结果。如果你仅仅交易期权而不考虑对你的股票头寸的影响，那么税收就变得容易理解了。如果你卖出一个看涨期权，让它到期作废，那么无论持有时间多长，你的收益都将会被视为短期收益。所以，长期股票期权的税收规则和大多数的其他投资产品不太相同。（顺便说一下，买入期权的不太保守的投资者可能拥有短期式者长期盈利或者亏损，这取决于通常的持有期规章制度）。然而，对于有保护看涨期权，税收规则非常复杂，本章后文将会有解释。目前，你必须要理解的是如何将资本利得规则应用到具体的策略当中，并且考虑将纳税结果作为计算总体投资回报的一部分。

（2）有保护看涨期权的主要风险是如果股价超过看涨期权的敲定价格可能失去未来的获利。在你卖出任何有保护看涨期权之前，都应该清楚这种失去机会的风险。

例如，你以每股 35 美元的价格购买股票。今天，它的价格是 40 美元。你卖出一手 1 年以后到期的有保护看涨期权并且获得 300 美元的权利金，敲定价格是 45 美元。如果股票价格上涨到 45 美元以上，你的股票将被迫卖出。在你作出这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



笔交易的时候，你作出决定的依据是你的购买价格，它比敲定价格低 10 美元。而且，敲定价格比今天的价格也高出 5 个点，所以全部权利金都是时间价值。最终，300 美元的权利金是额外的收入，占你初始购买价格的 8.6%。这个分析是有意义的。然而，我们要说的是，如果股票的市场价格飙升至每股 60 美元，你的股票将以每股 45 美元的价格被迫卖出。市场价格和期权的敲定价格之差就是这笔交易所失去的机会成本 1 200 美元。

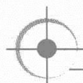
在这个案例中，损失的机会是由股票价格攀升至敲定价格之上 15 个点造成的。在有保护看涨期权策略的分析中，我们需要考虑两种风险因素。你知道（例子中给出的）你可以创造持续的高利润而不增加市场风险。你也了解对于你购买的股票已经增值了，除非某个期权履约，卖出期权是可以多次重复的。在获得高回报的同时，你必须看到另外一面：在有些条件下，股票的市场价格上升至高于敲定价格，你可能会失去因为没有采取有保护看涨期权策略而获得的潜在利润。那就是失去机会的风险。

这里还有一个必须要回答的问题：你愿意为了不失去可能发生的机会而放弃持续的因为创设有保护看涨期权而获得的高于股票平均回报率的回报呢？你需要评估你保守投资组合中的股票的失去机会的风险，考虑一下你是否愿意接受履约的可能，比较股票的股息收益率，敲定价格和当前市场价格的接近程度，当前市场下的股票获利额。今天你所持有的股票随着时间的推移一定会有好的上涨机会。失去机会的风险一定不能忽略；但是在保守投资组合中这种风险不是十分明显。

利用另外一种有保护期权策略可以部分减少失去机会的风险，向前－向上展期，后面章节我们将继续讨论。在这里要说明的一点是在某种条件下即使股票价格的上涨比你预计的要快，失去机会的风险也不一定发生。你可以采取以下方式：①平掉期权头寸避免失去机会的风险；②为了避免这种风险你可以只用一部分股票做有保护看涨期权（例如，当你有 500 股股票时可以用 100 股作为保护，所以只有你所持有某种股票的 20% 暴露在失去机会的风险中）；③用展期技术避免或是降低失去机会的风险。

对于保守投资者来说，失去机会是一个“快乐”的问题。接受履约表示有能够获得更高收益水平的机会；它允许你将头寸展期，用另外一个期权替代原来的那个期权而增加利润；并且如果你只对部分你所持有的股票头寸应用有保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



护看涨期权，那么这意味着在期权获利和股票增值之间达到一种平衡。许多投资者在这种条件下很愿意面对失去机会的风险。

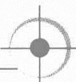
（3）采用有保护看涨期权策略时，只要卖出的看涨期权仍然处于开仓状态，那么投资就绑定在股票上。因为保守投资策略要求你持有的股票与卖出的期权绑定。只有当买入期权平仓或是当期权到期时，你才能解除这种绑定状态。例如，如果你计划持有有保护看涨期权一直到几个月后的期权到期，这意味着直到这个期权被平仓或是取消之前，你都不能卖出相对应的股票份额。（你当然可以卖出股票，但是这就将高度保守的有保护看涨期权策略转化为高风险的无保护看涨期权策略。）

绑定你的股票值得吗？对于保守投资者来说，在这个策略中一个基本的假设就是你持有某一家公司的股票是长线投资，不打算卖出。采用有保护看涨期权策略另一种选择是，不需要采取任何操作，而只是简单的坚持你的股票持有策略。卖出有保护看涨期权不会改变这一基本原则，它只能通过收取期权权利金而使股票增加利润。所以，在假设你的投资组合策略不变的情况下，绑定你的股票当然是值得的。

另外一点需要记住的是，尽管你的股票与看涨期权的空头绑定了，但是你依然可以获得分红收益，只要你还拥有股票。所以，如果你的保守策略的一部分是投资于高收益的股票，那么有保护看涨期权策略是不会改变这个策略的。如果你还想将分红收益继续投资而获得复合回报，那么也可以继续进行。所以，绑定股票和你既定的保守策略是相一致的。

（4）最重要的一点，你的最初组合投资策略必须要坚持，是对精心挑选的公司寻求长线投资，而不是看中潜在的有保护看涨期权的回报而去选择股票。利用期权增加利润的风险是它可能改变你的整体投资策略。作为保守投资者，无论在什么情况下，你的第一规则应该是：根据公司基本面强度和增长预期是选择股票的主要方法，且是决定买入、持有和卖出股票的因素。例如，你根据股票持续增长记录和股息分红的历史建立了一个较强的股票投资组合。然而，在浏览了上市的期权之后，你发现有其他一些股票期权的权利金回报率比你所持有股票的高。你卖出了你所持有的股票，并且用卖出有保护看涨期权收益率较高的股票代替。这就犯了一个大错误。期权市场一个基本的准则就是高风险的股票波动率是定义主要市场风险的因素，用期权时间价值权利金显示相应有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



更高的波动率。这样一来，如果你以期权的权利金作为选择股票的依据，那么你将会用一个高风险的投资组合代替一个保守组合。

5.4 一种保守型方法

了解了卖出有保护看涨期权的一些基本原则以后，下一步就要确切了解这个策略的优势所在。作为一个保守型投资者，什么是决定你需要采取有利可图的保守交易策略的主要因素呢？这包括三个因素：股票增值、时间价值的权利金和下跌保护。

因素 1：股票增值。只要当前股票的价值高于你的成本价，你就有利润空间采用有保护看涨期权的策略。这时，你就可以利用这些账面利润创造更多的确定的利润。例如，看一下以下两个范例回报的不同之处。

案例 1：股票获利微薄时的有保护看涨期权。你以每股 46 美元的价格购买了埃克森美孚的股票。今天，每股的价格为 48.7 美元。你卖出一个 2006 年 1 月到期（15 个月后）敲定价格为 50 美元的看涨期权，收取权利金为 4.4 美元。如果履约，那么股票和期权的总回报如下（未经税收调整，未扣除交易成本，未经过年化）

资本利得：敲定价格 5 000 美元 - 买入价 4 600 美元 = 400 美元

资本利得回报率 = 8.7%（未经年化）

期权权利金 = 440 美元

期权回报 = 440 美元或是 9.0%（440 美元 ÷ 4 870 美元）

案例 2：股票获利丰厚时的有保护看涨期权。你以每股 36 美元的价格购买了埃克森美孚公司的股票，今天，每股价格为 48.70 美元。你卖出一个 2006 年 1 月到期（15 个月后）敲定价格为 50 美元的看涨期权，收取权利金为 4.4 美元。如果履约，那么股票和期权的总回报如下（未经税收调整，未扣除交易成本，未经过年化）

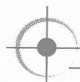
资本利得：敲定价格 5 000 美元 - 买入价 3 600 美元 = 1 400 美元

资本利得回报率 = 38.9%（未经年化）

期权权利金 = 440 美元

期权回报 = 440 美元或 9.0%（440 美元 ÷ 4 870 美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很清楚，较高的资本利得带来的较大的增值，扩大了资本利得和期权权利金的总收益。有保护看涨期权策略要求一旦期权履约，那么该方案会产生同样回报。然而，在比较具体期权的结果时，我们是不将资本利得作为总回报的一部分的，这点是很重要的。上述例子说明升值股票的期权履约比未升值股票的期权履约产生更高利润。这简单的说明了一点——在有保护看涨期权策略中，你应该选择那些已经盈利的股票。

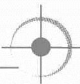
履约是可能的结果之一，并且我们不能忽视潜在的资本利得。那是十分值得的。然而，大多数的有保护看涨期权的卖出者更愿意既获得期权利润又不履约，这样可以使他们重复使用这一策略。你有几种方法避免履约，然而，如果将履约作为最差的结果，那么在你开设这个头寸之前你要确保履约时达到合理的利润水平。

因素 2：时间价值权利金。卖出有保护看涨期权能够成功的关键因素就是时间价值权利金。复习一下，每个期权的权利金包括两部分。内涵价值是期权处于实值状态下的价值。例如，如果看涨期权的敲定价格是 40 美元，当时股票的市场价格是 43 美元，这个看涨期权就有三点的内涵价值。时间价值是内涵价值以外的权利金部分。如果看涨期权处于平值或是虚值状态，就没有内涵价值。例如，如果今天股票的价格为 43 美元，而敲定价格 40 美元看涨期权的权利金为 5 美元（500 美元），它就包含了 3 点内涵价值和 2 点时间价值。如果股票的价值是等于或是低于每股 40 美元，那么一个敲定价格 40 美元看涨期权的价格就全部是时间价值。

时间对卖出者有利而对买入者不利。买入看涨期权具有很高的投机性，因为购买者不仅希望在到期日之前股价上涨，使期权有内涵价值，而且还希望价格涨幅足够弥补时间价值损失。因为随着到期日的临近时间价值将会“蒸发”，所以上述目标很难实现。例如，购买者买入一个敲定价格 40 美元的看涨期权并且支付了 500 美金（5 个点），当时的股价为 39 美元。在这种情况下，权利金全部是时间价值。这样只有在期权到期之前股价上升至每股 45 美元以上才能实现盈亏相抵（购买者为时间价值支付了 5 个点）。甚至在考虑这个交易的双边交易成本之前，购买者必须等待股价有可观的涨幅才能获得利润。

相比之下，以卖出者的观点看时间价值是一个优势。随着到期日的临近，无论股票价格向什么方向波动，时间价值都会降低，时间价值权利金将会逐渐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



降低。在上文描述的情形下，甚至股票价格上涨，卖出者一样可以享受这一优势。例如，当股票的市价为每股39美元的时候，卖出者卖出一个40美元的看涨期权，权利金为5个点。到了到期日，股票的价格为43美元。这不足以使购买者获利；3个点的内涵价值仍然比购买期权的权利金低2个点。然而，卖出者的境遇却不一样了。随着到期日的临近，卖出者主要关心的是该期权将以3个点的内涵价值履约。卖出者可以通过买入看涨期权来平仓。在不考虑交易成本的情况下，利润是200美元。期权的卖出价格为500美元，购买价格是300美元。卖出者可以获利，而在相同情况下购买者却不能。（卖出者还可以将头寸展期，本章后文将介绍。）

在传统的上市期权中，一般情况下期限短至8个月。而在卖出者的等式中，时间价值是很重要的一部分。长期股票看涨期权中可以发现更大的潜在时间价值。长期股票期权（LEAPS）的存续期间可以长达36个月，所以这种期权的时间价值相当高。例如，通过对比联邦快递的几个存续期不同的期权就说明了这一点，敲定价格都是90美元，股票当时的价格是87.78美元（2004年10月22日的收盘价，当时的股票价格是每股87.78美元），如表5-5所示。

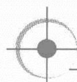
表 5-5 联邦快递不同存续期限的期权权利金及回报率比较

到期月	期权价值/美元	回报（%）	年化回报率（%）
2007年1月	12.30	14	6.2
2006年1月	8.2	9.3	7.4
2005年1月	2.50	2.8	11.2
2004年11月	0.85	1.0	12.0

这个例子显示较长的时间价值权利金收益率越高。在上面的例子中，我们直接讨论了时间价值。股票价格低于敲定价格每股90美元，所以权利金都是敲定价格90美元看涨期权的时间价值。你愿意持有的股票作为看涨期权空头头寸的保护时间越长，那么时间价值权利金也就越高。但是这个例子也显示，较短期限的期权的年化收益率却较高。

因素3：下跌保护。当每一个股票已经增值时，每个投资者都担心自己的账面利润损失，所以随着账面利润的增长，兑现盈利意愿越强。保守投资策略的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纪律告诉我们应该抵制诱惑，不进行短期价格波动的投机。即不兑现盈利，然而，就像那句谚语告诉我们的那样，“来到华尔街就爬上了忧虑之墙（Wall Street Climbs a Wall of Worry）”。

对增值的股票卖出有保护看涨期权是一种解除你的“忧虑之墙”的方法。卖出有保护看涨期权而获得的权利金，在某种意义上讲就是在不失去股票所有权下兑现利润的一种办法。在期权到期或履约之前，这些利润都是你的；并且如果你买入看涨期权平仓，买入和卖出的差价就是利润或是损失。在任何条件下，你都可以继续持有股票并且得到股息收益。

你在卖出期权上获得的净权利金也可从另一种角度看待——作为下跌保护。例如，如果你购买股票的成本价格是每股 40 美元，你卖出一个看涨期权获得的权利金为 4 个点（400 美元），这就使你购买的成本降低 10%。调整后的买入价格就变成了 36 美元，而不是 40 美元。从这个角度看，有保护看涨期权使你获得了更宽的利润空间，也意味着获得了更多的下跌保护。在持有期内，你从有保护看涨期权上获得的权利金越多，下跌保护的空间也就越宽。

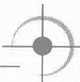
5.5 有保护看涨期权的税收结果

在没有经过税收调整的情况下，计算的回报是不真实的，你不仅要考虑税收义务，而且你还需要了解税收规则能够显著影响资本利得的税率。当前，在各种类型的投资中，期权交易的联邦税收规则是最为复杂的一种。对于保守投资者来说，需要记住的关键一点就是卖出虚值期权是税收规则中最为简单的策略。原因有两条。第一，全部权利金都与时间价值一致。第二，只要你限制交易为虚值头寸，税收规则就比较简单，因为这样不会影响长期或者短期资本利得的持有期的计算。然而一旦你卖出的是实值期权，整个问题就变得更加复杂了。下面是期权税收规则的纲要。

（1）期权买入者的规则。如果你买入期权，那么利润或是损失是长期的还是短期的主要取决于多头头寸的持有时间。净收入要在卖出的当年在 D 表中报告。如果交易在一年或是一年之内完成，那么税收就采取短期资本利得的处理方法。如果总的持有期超过了一年，那么就按长期利润或是损失处理。

（2）期权卖出者的规则。期权卖出者的规则就非常不同。在卖出期权收到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权利金的时候是不收取税金的。当头寸平仓或是取消的时候才会收取税金。如果在某一年你卖出期权并且在第二年平仓，那么税收要到下一年才能计算。期权“平仓”包括合约到期、履约或是买入平仓。

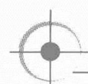
关于采用长期税率还是短期税率的规则，一个重要的例外是如果你持有看涨期权的空头一直到履约期，那么利润和亏损都按照短期税率处理，无论持有的时间有多长。例如，你可以卖出一个有保护的长期股票期权，履约期为 3 年。如果期权到期，利润将被认为是短期的。如果你在到期之前买入看涨期权平仓，那么你的开仓时间在一年或是一年之内的，利润将被当作短期利润，持有期超过 1 年的利润将被当成长期利润。

如果看涨期权履约，你的股票被迫卖出，那么收益就包括了卖出期权的权利金和股票上的资本利得两部分。例如，如果你的资本利得是 2 400 美元，权利金收入是 830 美元，总收入就是 3 230 美元，这两部分收入按相同的方式处理。处理办法是依据股票的持有时间，以及这个期权在 IRS 规则下是否被定义为合格的有保护看涨期权。不合格的有保护看涨期权影响长期收益持有期的计算。只要你卖出的期权是等值或是虚值期权，股票的持有期不会受到影响或被中断。如果看涨期权是实值期权并且被认定为合格的，持有期将会保留。如果是不合格的实值期权，那么持有期将会被归零处理，当计算收益时，时间限制将会重新开始。

案例 1：你持有股票当前的价格是每股 75 美元。你卖出敲定价格 80 美元的有保护看涨期权。股票的持有期的计算不受影响，因为这个头寸是虚值的；股票的持有期还将连续计算。如果你购买这个股票超过了 1 年以上，当这个期权履约的时候你的收益将会被按照长期资本利得处理。如果你的持有期少于 1 年，时间连续计算。

案例 2：你持有股票的当前价格是每股 75 美元。你卖出一个实值的有保护看涨期权（敲定价格低于股票当前的价格）。在这个案例中，长期利得或是短期利得的状态由看涨期权的合理性所决定。如果这个看涨期权是合格的，只要期权仍然处于开仓状态，那么股票的持有期将会保留。如果这个看涨期权没有通过合格性检验，那么你的股票的持有期将会全部消除并且重新计算。所以，如果你所持有的股票少于 1 整年，那么卖出一个实值期权，即使它是合格的，那也是不明智的；只要这个看涨期权处于开仓状态，时间限制就一直停止，你损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



失了接近 1 年长期持有期的已经积累的时间。

一个合理的有保护看涨期权的履约期至少要多于 30 天。实值看涨期权如果履约期少于 30 天就是不合格的。履约期在 30 天以后的期权，其合格性取决于股票的收盘价和期权的敲定价格水平。这就是计算的复杂所在。根据期权卖出时前一天的收盘价，需要计算最低的合格敲定价格。（记住，只要期权是虚值期权，就不需要确认期权的合格性。这不影响持有期的计算。）

在 6 种盈利水平下的税收

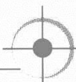
接下来的这些规则只是应用于实值有保护看涨期权，有 6 种不同的计算水平。

（1）前一天的收盘价为 25 美元或者更低，并且距离期权到期超过 30 天。一个合格的有保护看涨期权，必须至少一个敲定价格不低于股票收盘价，但是如果敲定价格低于收盘价的 85%，那么就算做不合格的看涨期权。这有点儿令人费解，普通投资者当然想知道什么是价格的极限，什么价格是他们可以获得的，什么价位是需要防止的和计算为什么要这么复杂。限制合格性的目的为了应用某些的规则去“冲销头寸”，以降低风险，实现税收利益和税收递延降至最低。表 5-6 中汇总了本水平下看涨期权合格的敲定价格的范围。

表 5-6　股票价格等于或低于 25 美元的合格的有保护看涨期权

股票收盘价/美元	85%	合格的看涨期权的价格范围*/美元
25	21.25	21.25～24.75
24	20.40	20.50～23.75
23	19.55	19.75～22.75
22	18.70	18.75～21.75
21	17.85	18.00～20.75
20	17.00	17.00～19.75
19	16.15	16.25～18.75
18	15.30	15.50～17.75
17	14.45	14.50～16.76
16	13.60	13.75～15.75
15	12.75	12.75～14.75
14	11.90	12.00～13.75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

股票收盘价/美元	85%	合格的看涨期权的价格范围*/美元
13	11.05	11.25 ~ 12.75
12	10.20	10.25 ~ 11.75
11	9.35	9.50 ~ 10.75
10	8.50	8.50 ~ 9.75
9	7.65	7.75 ~ 8.75
8	6.80	7.00 ~ 7.75
7	5.95	6.00 ~ 6.75
6	5.10	5.25 ~ 5.75
5	4.25	4.25 ~ 4.75
4	3.40	3.50 ~ 3.75
3	2.55	只有 2.75
2	1.70	只有 1.75
1	0.85	只有 1.00

注：* 假设看涨期权的报价波幅是 0.25 美元。

（2）前一天的收盘价在 25.01 美元至 60 美元之间，并且距离期权到期超过 30 天。一个合格的有保护看涨期权，必须至少一个的敲定价格不低于股票前一天的收盘价。

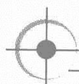
（3）前一天的收盘价在 60.01 美元至 150 美元之间，并且距离期权到期在 31 天到 90 天之间。一个合格的有保护看涨期权，必须至少一个敲定价格不低于股票前一天收盘价，并且实值不超过 10 美元。

（4）前一天的收盘价在 60.01 美元至 150 美元之间，并且距离期权到期超过 90 天。一个合格的有保护看涨期权，必须至少一个敲定价格不低于股票前一天收盘价，并且实值不超过 10 美元。

（5）前一天的收盘价在 150 美元以上，并且距离期权到期在 31 天到 90 天之间。一个合格的有保护看涨期权，必须至少一个敲定价格不低于股票前一天的收盘价。

（6）前一天的收盘价在 150 美元以上，并且距离期权到期超过 90 天。一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合格的有保护看涨期权，必须至少一个敲定价格不低于或小于股票前一天的收盘价。

卖出实值的有保护看涨期权的税收规则是相当复杂的，并且，按照税收结果，其潜在成本很高。因为长期资本利得地位的时间能被保留（对于合格的期权）或是甚至消除并且重新计算（对于不合格的期权），所以大多数的保守投资者认为卖出实值期权是不恰当的。然而，即使不考虑税收，看涨期权的地位也决定了卖出虚值的有保护看涨期权更有意义。作为卖出者，你的优势就是时间价值权利金。

总之，保守投资者应该专门寻找虚值有保护看涨期权。这样可以简化税收的计算并且也符合保守投资策略的标准。这个准则的一个例外情况就是如果你有大量的结存亏损，那么这样你就可以不用考虑当年的资本利得税收了。因为年度资本亏损限制在最多3 000美元，这就是可以抵消当年获利的最大的结存亏损额。因此，即使因为履约而使你失去了长期资本利得的地位，最大的结存亏损也提供了可以事先计划的优势。你可以卖出实值的有保护看涨期权，而不用考虑资本利得长期或是短期地位的限制。

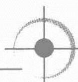
5.6 向前和向上展期策略——避免期权履约的方法

利用虚值的有保护看涨期权，很容易避免复杂的税收规则。对于保守投资者，甚至不用考虑联邦税收是如何影响投资策略的，这个也容易理解。如果你打算刻意卖出深度实值看涨期权(“深度”是指比最低的敲定价格高5个点以上)，根据税收规则，这会将所有卖出的股票都转化为短期地位，因为期权可能是不合格的。

比起期权被迫履约，大多数的投资者都更愿意保持住自己的股票，并且希望能重复利用期权使短期收益最大化。所以，避免期权履约，对于大多数人来说是一个比较有吸引力的策略。在某种情况下，股票的交易区间十分狭窄而使投资者可以轻松获得期权利润，并且承担很小的失去机会的风险；较低的价格波动意味着要求履约的机会很小。然而，股票的价格还是可能超过敲定价格，这就使保守投资者需要寻找避免履约的策略了。

既然卖出有保护看涨期权的投资者必须接受履约的可能性，那么为什么还要避免呢？虽然履约真是一种可能的情况，但是最好还是保持住投资组合中已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经选择好的股票并且设法采取措施：①避免被迫卖出股票；②能够继续卖出后续的看涨期权；③一旦履约，也要使交易的收入最大化。所有的这些需求都要使用展期技术了。

展期的类型

在展期策略中，你首先平仓当前的头寸，同时开立一个新的头寸，这个新开立的头寸一定是下面三种可能类型中的一种。

(1) 向前展期：新的有保护看涨期权的到期日晚于旧的期权到期日，并且敲定价格相同。注意如果股票价格超过了敲定价格，那么你将承担虚值期权转变为实值期权的风险，因此，股票盈利的税收随之发生改变。

(2) 向上展期：新的有保护看涨期权与旧期权有相同的到期日，但是敲定价格更高。在这个策略中，虽然到期日相同，但是期权一旦履约，你就多获得额外的 5 点利润。在这 5 点的差价中可能成本只有 2、3 个点，所以如果你预期价格可能继续上涨，那么由于转换期权而损失的利润在任何情况下都不是负面的因素。例如，虽然买入期权平仓和新卖出期权的净交易成本是 2 个点，但是更高的敲定价格却使你多获利 5 个点。

(3) 向前和向上展期：新的有保护看涨期权的到期日晚于旧的期权到期日，且敲定价格更高。这是一种最理想的展期方法。完成向前和向上展期并且得到净收益是有可能的。这种展期意味着有更高的权利金收入，同时有更高的潜在履约价格。这不仅避免了期权履约，而且可以获得更高的净收入，可能获得高出 5 个点的收入（假设新旧期权的展期价差在 5 个点以内，这在大多数波动率中等幅度的股票看涨期权中常见）。除此之外，你还获得了更长的交易时间。

例如，你最初卖出了联邦快递公司的看涨期权，敲定价格为 90 美元，期权到期日为 1 月，合约到期还有 27 个月。当时股票价格为每股 87.78 美元。你卖出看涨期权的权利金收入为 1 230 美元。今天，股票价格上涨到每股 92 美元，你并不想期权履约。

如果你将 1 月到期的期权展期至 4 月到期，敲定价格均为 90 美元的期权，那么你将会有净的权利金收入，因为后者到期日晚，期权时间价值高。然而，因为新卖出的期权是实值期权，或者你保留长期资本利得地位，或者因为新卖出的期权不合格，你的股票状态将归于 0，重新计算，意味着你将失去长期资本利得地位。在期权未平仓之前一旦履约，你的所有收益都将被视为短期收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你用一个到期日为1月、敲定价格为95美元的看涨期权替换原来的到期日为1月、敲定价格为90美元的看涨期权，那么一旦期权履约你将多获得5个点收益，你的收益就增加了500美元。这种展期不会产生信用收益，所以你必须为这种向上展期支付费用。

最理想的展期策略就是向前和向上展期。例如，用一个到期日为4月、敲定价格为95美元的看涨期权替换到期日为1月、敲定价格为90美元的期权。正常情况下，这种转换可以产生净的信用收益，所以在展期过程中你有现金收入。同时，在原来头寸平仓时，你创造了可用于避税的当年亏损（如果你的持仓时间是1年或不到1年，将会被看做短期损失；如果持仓时间超过1年，将看做长期损失）。所以，从时间的角度考虑，通过期权展期，你可以在当年创造正的现金流同时减少了税收损失，并且将获利兑现时间推迟至下一年。

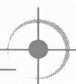
5.7 接受期权履约策略

另一个值得一提的策略是接受期权履约的策略。大多数的保守投资者都更愿意长期持有股票，愿意利用精心挑选的虚值期权创造额外的利润并且作为一种下跌保护方法。但是，在什么情况下你愿意接受期权履约呢？

例如，两年前，你以每股72元的价格买入了联邦快递的股票。这只股票当前的价格为每股87.78美元。今天你很愿意抛售，获得每股15.78个点的长期资本利得。但是，你也可以选择卖出一个履约期为27个月的有保护看涨期权，这样可以获得更高的利润。今天，27个月到期、敲定价格为90美元的看涨期权可以卖到1 230美元。如果期权履约，你可以收入1 230美元，并将获得股票的资本利得。

卖出有保护看涨期权比直接简单地卖出股票更加有利可图。你也可以通过卖出一张实值期权有意让期权履约。但是，因为当期权履约时，你将会丧失长期资本利得，所以采取这个策略之前，必须首先研究纳税情况。如果前几年你有大额的结存亏损，那么你可以创造更多的权利金收入，以利用那些未使用结存亏损。年度净损失的抵扣额限制在3 000美元以内，如果你有30 000美元结存亏损，那么最少需用10年才能使用完毕。尽快消化这些损失额度是值得的。所以在这种条件下，卖出深度实值看涨期权（一定会履约的），从而在股票和期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上兑现最多的盈利，无疑是有益的，因为结存亏损抵消了长期投资本利得的损失。

切记仅采用保守型策略

我们认为有保护看涨期权是一种保守策略，是因为它不增加相关的市场风险。简单地持有股票要承担市场的内生风险，而采用有保护看涨期权可以既得到期权权利金收入，又可以降低市场风险。卖出有保护看涨期权确实存存“失去机会风险”，但是在研究了大量的、相似的股票之后，我们了解到“失去机会风险”是非常少数的个案，而有保护看涨期权处获得高回报则是肯定的。

在下一章里，我们将会讨论一种有趣的方法：利用期权替代直接购买股票。尤其是在市场大幅波动之中替代购买策略使期权成为最有力的获利工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 6 章 购买股票的另一种方式

大多数的投资者开始进入市场是寻找想要购买的股票。但是，利用期权，他们能够以其他更多、更为安全的方式进入市场。使用买入看涨期权或卖出看跌期权的替代买入方法是你的“策略武器库”中最有威力的一种投资策略。期权也可以向前展期避免履约，也可以用来恢复账面损失头寸。本章将探讨以上方法，同时将展示如何将比率卖出期权转换成无风险的保守投资策略。

期权提供了一系列的替代投资策略。有保护看涨期权非常有趣，因为这是风险最低的替代卖出方法。一旦期权履约，有保护看涨期权就会产生当期收入，包括股息收入和看涨期权的权利金收入。

替代卖出——有保护看涨期权策略的代表，是对期权的最保守利用。然而，你也可以利用期权各种形式的替代购买策略对资本进行杠杆运作。作为购买股票的替代方法，你可以在期权到期之前买入看涨期权或者卖出看跌期权来处理股票。当市场波动或者市场价格大幅下跌时，这种策略是可行的。你认识到了买入的机会，但是你不愿意承担股票价格继续下跌的风险。

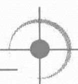
由于时间因素的存在，长期股票期权（LEAPS）更适合在替代策略中使用。长期股票期权可以使头寸的持有期长达 3 年，这非常适合替代策略对时间期限的要求，而传统的上市期权则无法满足。如果期权在股票价格充分波动之前到期，那么市场风险就非常大。当你利用买入看涨期权作为替代买入的策略时，这种情况尤为明显。

6.1 杠杆与期权

替代买入策略的前提是假设以下几个条件同时成立。

（1）市场动荡，价格下跌。最适合替代买入策略的状况是价格已经下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或者市场高度动荡。此时你想参与市场，但是犹豫买入持有股票，担心价格继续波动。这种困境体现在：①价格波动；②担心如果现在不买入，会失去机会。

（2）你有资金能够交易期权。你必须有资金或者用于买入看涨期权，或者当卖出看跌期权履约时作为保证金。将来，如果决定将买入看涨期权行权，你也需要资金去完成购买。因此，从长远角度来看，你必须有能力买入看涨期权，最好是多种不同股票的期权，而且将来有能力履约期权。从短期角度来看，你需要资金（这笔资金等于购买价格减去你所获得的看跌期权权利金，或者等于保证金，保证金经常是购买价格的一半）购买股票。资金需求限制了你有实力随时替代买入的范围。

（3）你意图针对多支股票开立替代买入头寸。分散化对保守投资策略非常重要。替代购买的基础理论是因为你不知道具体的某支股票未来是上涨还是下跌，所以，你选择符合你的基本标准的股票，然后采用替代买入策略从中挑选。如果你有实力对 4、5 种股票同时采用替代买入策略，那么股票获利的机会将增加。基本出发点是你所挑选的股票是你正想要购买的股票。在任何替代买入策略中，你购买的股票必须满足基于基本面分析的保守型投资标准。

（4）假设在当前条件下，你认为替代买入策略是一种合适的保守投资策略。像所有的市场策略一样，这种投资策略必须进行全面评估，而且是整个投资组合策略的一部分。所有的资本都采用替代买入策略是不可取的。你的保守投资组合应该以高成长性的股票为基础。替代买入可以用来锁定你已经持有股票的额外份额的价格，或者当股票价格走势与你的预期一致时，可以确保你能以固定价格买到新的股票。但是，在给定市场条件和个人选股原则的情况下，替代买入的标的物必须合适。如果仅仅根据期权价格采用替代买入策略去选择股票，那就违反了投资组合管理的基本原则。保守投资策略总是以股票价值为基础，而期权仅仅是买入股票的另一种可能策略。

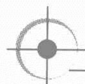
替代买入策略的应用

如果你决定买入股票（买入看涨期权的情况）或别人卖给你股票（卖出看跌期权的情况）时，替代买入是锁定股票价格的一种方法。在任何情况下，替代买入的基本原则包括如下几点：

（1）乐意以指定的敲定价格买入股票。

（2）有买入股票的资金实力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（3）使用基本面分析并找到适合的公司。

（4）适合应用替代买入策略，并且也愿意使用替代买入策略作为只以市价买入股票的另一种方式。

正如仅根据期权价格就采用替代买入策略是错误的一样，不以买入股票为目的替代买入也是错误的。只有在为了买入股票并且为了限制而不是增加风险的时候，使用这种策略才是合适的。如果你持续跟踪 4 支符合你的选股标准的股票，但是你不能确定他们的股价都会上涨时，采用替代买入策略将可以对资本进行杠杆运作并且限制风险头寸。即使只有部分股票的股价上涨，对全部股票应用的替代买入策略也能够使你获利。通过支付固定的权利金，你获得买入的权利而不必承担过大的市场风险。你可以行权买入看涨期权合约（或执行卖出看跌期权合约），可以不行权使期权过期作废，也可以在期权到期前进行平仓。

采用替代买入策略需要观察市场，以便得知何时采取行动，何时等待时机。这并不是说要你每日都盯着股价，但是经常地观察有助于你作出充分的决策去获取最大的利润或者减少损失。使用替代买入策略时，时间可能对你有利，也可能对你不利。长期股票期权使一系列替代买入策略得以实现，并且使用持续长达 36 个月的期权也给了你更多的灵活性。在市场上，36 个月是很长的时间，这一时期会发生很多事情。如果你回顾最近三年的市场，会看到市场状况和个股股价的变化，你将会认识到长期替代买入投资的潜在价值。

稍后在本章中，我们讨论如何利用长期空头头寸降低多头头寸的成本。在合适的市场中，你能够弥补多头头寸全部成本也不会遭受额外的风险。

除去其他情况，风险是你是否采用替代买入策略的决定因素。无论一种策略看起来是多么的保险和可能获得盈利，它必须与你的保守投资态度配合使用。这将限制你愿意采用的策略种类。期权策略有多种，但其中不少策略具有高度投机性。

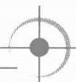
如果不恰当地选择期权或忽略标的股票的风险，那么采用期权策略将达不到目的。但是，基于以下假设，使用替代买入将是一种明智的和保守的策略。

（1）标的股票的基本面符合你的标准。

（2）敲定价格比较合适。

（3）有建立头寸和履约的资金保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6.2 买入看涨期权的替代买入策略

第一种替代买入策略包括买入看涨期权代替买入股票。如果你只是为了从权利金上获利，那么这是一种投机行为。然而，只要是以买入股票为目的，替代买入策略能够以敲定价格锁定你未来买入的股票价格。如果你买入了一些股票的看涨期权，随后有部分股票股价上涨，你应该只对已获利头寸的看涨期权进行履约。替代买入可以限制资本承担的风险。例如，你支付 500 美元买入看涨期权，随后股价下跌 15 个点，那么你的损失永远不会超过 500 美元的投资。然而，如果你已经买了 100 份股票，将会损失 1 500 美元。因此，买入看涨期权的替代买入策略的主要优点是对风险的限制。而它的主要风险是时间价值的损失。

买入长期股票看涨期权需要支付时间价值。稍后我们会在本章中展示如何降低买入看涨期权的成本。现在，是否采用替代买入策略取决于：①看涨期权权利金；②标的股票的敲定价格；③期限；④锁定未来可能买入股票价格的愿望。当你认为股票的当前价格很具有吸引力，但是你没有买入股票的资金或者担心股价的短期波动时，采用买入长期股票看涨期权的替代买入策略可以克服上述困境。

6.2.1 运用多种股票分散头寸

替代买入策略要运用在多种不同的股票上，它能够分散你的风险在期权头寸上。应用这种策略的真正原因也是因为股票未来价格的不确定，因此运用多种精选的股票作为一个投资组合的部分才有意义。

下面我们来展示一个买入看涨期权的替代买入计划如何运作。我们以投资组合的 10 支股票为例。表 6-1 概括了这些股票及其可以利用的长期股票看涨期权。

表 6-1 列出了一系列可能的买入看涨期权。针对 5 支股票，以 2004 年 10 月 22 日为基点，分别评估了于 2006 年 1 月（未来 15 个月的期限）和 2007 年 1 月（未来 27 个月的期限）到期的期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

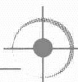
表 6-1 使用买入看涨期权替代买入股票

公司名称及敲定价格	代码	当前价格美元*	2006 年 1 月到期的看涨期权			2007 年 1 月到期的看涨期权		
			1	2	3	1	2	3
克洛罗克斯 敲定价格 0/70/xx	CLX	55.91	2.85	—	xx	5.10	2.30	xx
可口可乐 敲定价格 40/45/50	KO	38.90	2.55	1.05	0.25	4.00	2.15	1.15
埃克森美孚 敲定价格 50/55/60	XOM	48.70	3.10	1.45	0.60	4.50	2.70	1.60
房利美 敲定价格 70/75/80	FNM	67.65	6.20	4.30	2.85	8.30	—	4.80
联邦快递 敲定价格 90/95/100	FDX	87.78	8.20	5.90	—	12.30	10.10	8.10
通用动力 敲定价格 100/110/120	GD	100.01	9.90	5.60	2.95	13.90	9.60	6.40
J. C. 彭尼公司 敲定价格 40/45/50	JCP	38.20	3.90	2.15	—	5.70	—	2.50
百事可乐 敲定价格 50/55/60	PEP	48.48	2.90	1.20	0.35	4.30	2.30	1.15
华盛顿互惠银行 敲定价格 40/45/50	WM	38.43	2.55	1.10	0.40	3.10	1.65	0.80
施乐公司 敲定价格 15/17.50/20	XRX	14.32	1.75	0.80	0.30	2.55	1.60	0.90

注：1. * 股票价格和期权权利金价值基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。
2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

如果买入每支股票的一个看涨期权，支付的全部权利金取决于股票现价与敲定价格的接近程度。通过将一支股票看涨期权的三个敲定价格与股票现价进行比较，就能够看到期权价格是如何变化的。在每个目标到期日栏中，第一列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期权的敲定价格为平值或接近平值，第二列和第三列期权的敲定价格为深度虚值。考虑到上述差异，如果对每支股票买入一手看涨期权，那么，买入期权的全部成本将如表 6-2 所示[㊀]。

表 6-2 买入看涨期权的全部成本汇总表

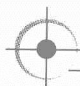
2006 年 1 月到期	金额/美元
平值	4 390
一个敲定价格等额提高	2 455
两个敲定价格等额提高	1 120
2007 年 1 月到期	
平值	6 375
一个敲定价格等额提高	4 140
两个敲定价格等额提高	2 840

上述成本汇总表 6-2 展示了时间价值与在现价与敲定价格之间的接近程度相互的影响。如果对 5 个样本股票的每一支股票买入一个看涨期权，你可能需要支付表中所列出的金额。由于股票现价与敲定价格越接近，越易从股价增值中获利，所以期权的权利金也就越高。

为了从替代买入策略中获利，股票价格的增值要等于或大于你的投资成本。例如，如果买入 2006 年 1 月到期、敲定价格为 90 美元、权利金为 8. 20 美元的联邦快递公司的看涨期权，在不考虑交易费用的情况下，股票价格必须上升到每股 98. 20 美元，才能够盈亏平衡。要使买入看涨期权的替代买入策略可行，股票价格则需要上升到更高的水平。但是，不利之处在于你需要很长时间才能实现此目标——对于 2006 年看涨期权需要 15 个月或者对于 2007 年看涨期权需要 27 个月之久。

㊀ 注意：由于缺少部分期权的收盘价格，我们估算了他们的价格：克洛罗克斯公司 2006 年 1 月看涨期权的价格为 1. 00，尽管仅分析了 2 个期权，设第三水平期权的价格为 0. 50。对于 2007 年，克洛罗克斯公司第三水平的看涨期权价格为 1. 00。对于房利美，由于缺乏相关期权价格收盘价，2007 年敲定价格为 75 美元的看涨期权价格设为 6. 00。对于联邦快递，敲定价格为 100 美元于 2006 年 1 月到期的看涨期权价格设为 2. 00。对于 J. C. 彭尼公司，敲定价格为 45 美元于 2006 年 1 月到期的看涨期权价格为 1. 00；2007 年 1 月到期为 3. 00。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6.2.2 降低替代买入的风险

投资者可以采用许多方法降低替代买入的风险，这里有三个办法。

（1）使用更高敲定价格的看涨期权。表6-1给出了三档敲定价格。如果采用第三列的敲定价格，你的投资成本会比较低，因为在到期前，股价需要上升得更高。以百氏可乐公司2006年到期的期权为例，你只需要为最高敲定价格的看涨期权付出35美元而不是290美元。

（2）买入更长期限的看涨期权。如果买入埃克森美孚公司2007年到期的看涨期权，付出的成本要比2006年到期的期权多出140美元，但是多出的一年时间是很重要的。

（3）用卖出看涨期权降低买入看涨期权的成本。最有效降低风险并使替代买入获利的方法是用卖出看涨期权抵消你的买入看涨期权头寸。我们将在下一节解释这种补充策略。

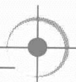
6.3 买入有保护看涨期权

买入看涨期权替代买入策略的主要风险与所有买入看涨期权策略的风险相同。如果标的股票的价格在期权到期前没有上升到足够高的水平，那么采用这种策略将很难获利。因此，正如其他买入期权策略的风险一样，时间因素会对你不利，即使股票价格在上涨，但是你仍需要克服时间因素的影响。

有一种办法可以做到克服时间因素的影响。假定部分或全部股票价格在到期前都在上涨，你就可以使用补充策略去弥补买入看涨期权支付的权利金成本。基本方法是这样的，卖出一个比你持有的多头头寸更高的敲定价格和更早到期的看涨期权。这种方法会起作用吗？

假定你投资了6 375美元，买入投资组合模型中10支股票的27个月后到期的看涨期权。你希望在未来的27个月中，这10支股票的股价能够上涨，使替代买入策略获利。同时希望也能够部分或全部收回在长期股票看涨期权上的投资成本。为了便于比较，我们假设全部10支股票不久将上涨5~10个点——这还不能确保买入看涨期权盈利，但是足以使补充策略发挥作用。为了估算标的股票股价上涨后的看涨期权未来的价值，我们使用高于当前敲定价格5个点的看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨期权来评估当前权利金水平。以百氏可乐公司为例，在敲定价格 50 美元区间内，有一系列看涨期权，我们使用当前敲定价格 55 美元来评比看涨期权。我们能够比较买入看涨期权成本与价格增幅为 1 个间距后的当前价值。结果汇总于表 6 – 3 中。

在表 6-3 中，根据以下两个假设估算未来权利金的价格。首先，每支标的股票的市价将上升 5 ~ 10 个点。其次，低于敲定价格 10 个点的看涨期权权利金的当前价格客观地代表了未来权利金的估算价格。例如，以百事可乐公司为例，我们用当前敲定价格 45 美元看涨期权的权利金估算敲定价格 55 美元卖出看涨期权的权利金。

6.3.1　推断未来的敲定价格

为了便于比较，我们必须假定看涨期权相对价格在将来保持不变。因为空头头寸未来的敲定价格高于相对应的原始的多头头寸的敲定价格，履约没有风险。如果卖出的看涨期权履约，那么使每个买入看涨期权降低 5 个点，以得到弥补。在此种情况下，买入看涨期权为卖出看涨期权做了保护，例如，以 310 美元买入埃克森公司敲定价格 50 美元的看涨期权，随后卖出埃克森公司敲定价格 55 美元的看涨期权，履约能够获得 5 个点的利润。你会用你的买入看涨期权去弥补履约的卖出看涨期权。因为如下原因，风险得以消除。

（1）每个多头头寸为空头头寸提供保护。

（2）空头头寸的履约产生 5 个点的利润。

（3）空头头寸 12 月后到期，比多头头寸提前到期；如果卖出看涨期权到期，多头头寸将以零成本持续到到期日。

上述情况是基于认为这些股票的市场价格在未来的 27 个月中上涨的假设。正如本例所示，如果你的选股能力强，你的替代买入策略将行之有效。当市场价格在低位时，应用替代买入策略的机会多于平均情况。在案例中，15 个月的看涨期权平均价差是 63%，意味着基于价差不变的情况，你通过卖出看涨期权预期能够弥补多头头寸 63% 的成本。（因为卖出看涨期权可以更早到期，价差可能发生变化）。同样情况下，27 个月的看涨期权平均价差是 65%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

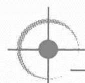


表 6-3 对应长期股票期权多头头寸的股票空头

公司名称及股票价格	代码	现价/美元	2007 年 1 月	2006 年 1 月
克洛罗克斯 60 美元看涨期权多头	CLX	55. 91	2. 85	5. 10
克洛罗克斯 70 美元看涨期权空头			1. 00	2. 30
可口可乐 40 美元看涨期权多头	KO	38. 90	2. 55	4. 00
可口可乐 45 美元看涨期权空头			1. 05	2. 15
埃克森美孚 50 美元看涨期权多头	XOM	48. 70	3. 10	4. 50
埃克森美孚 55 美元看涨期权空头			4. 50	2. 70
房利美 70 美元看涨期权多头	FNM	67. 65	6. 20	8. 30
房利美 75 美元看涨期权空头			4. 30	6. 00
联邦快递 90 美元看涨期权多头	FDX	87. 78	8. 20	12. 30
联邦快递 95 美元看涨期权空头			5. 90	10. 10
通用动力 100 美元看涨期权多头	GD	100. 01	9. 90	13. 90
通用动力 110 美元看涨期权空头			5. 60	9. 60
J. C. 彭尼 40 美元看涨期权多头	JCP	38. 20	3. 90	5. 70
J. C. 彭尼 45 美元看涨期权空头			2. 15	3. 00
百事可乐 50 美元看涨期权多头	PEP	48. 48	2. 90	4. 30
百事可乐 55 美元看涨期权空头			1. 20	2. 30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称及股票价格	代码	现价/美元	2007 年 1 月	2006 年 1 月
华盛顿互惠银行 40 美元看涨期权多头	WM	38.43	2.55	3.10
华盛顿互惠银行 45 美元看涨期权空头			1.10	1.65
施乐 15 美元看涨期权多头	XRX	14.32	0.80	2.55
施乐 17.50 美元看涨期权空头			0.30	1.60
多头头寸总成本			42.95	63.75
空头头寸总利润			27.10	41.40

注：1. 股票价格和期权权利金价值基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。

2. 卖出看涨期权的估计权利金是基于敲定价格低 5 个点的看涨期权的权利金，并且假设标的物股票上涨 5～10 个点。

3. 数据来源：芝加哥期以交易所（CBOE）。

用卖出看涨期权弥补买入看涨期权替代买入计划是如何将你的劣势转换成优势的案例。当你买入看涨期权时，时间因素会对你不利。用更高的敲定价格、更早到期日的看涨期权可以把时间价值向有利方向转变。在标的股票市价上涨的背景下，这种策略是一种很好的办法。你既能保持住最初锁定的敲定价格，又能收回买入看涨期权支出的权利金。

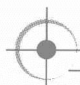
应用这种策略是假设更高敲定价格的卖出看涨期权将会到期变得一钱不值。期权履约是这种策略的风险，但是，只要空头头寸使用更高一个间隙的敲定价格，履约也能够产生 5 个点的利润。你也能够运用向前展期方式避免或推迟履约。但是，只要空头头寸不比多头头寸更晚到期，这就是一种保守策略。

6.3.2 有效利用向前展期策略

向前展期策略适合在标的股票价格上涨时采用。展期的目的是为了避免履约，同时，空头头寸不能比多头头寸更晚到期。当履约即将发生时，你应该怎么办？

例如，先买入可口可乐公司敲定价格 40 美元、27 个月后到期的看涨期权，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



卖出敲定价格45美元、早3个月到期的看涨期权。公司股票当前市价为47美元。你可以把空头头寸展期3个月来推迟履约，也可以向前并向上展期到下一级敲定价格，这样导致看涨期权产生3个点的虚值并且多头和空头看涨期权同时到期。因为你可能想在卖出看涨期权到期后对买入看涨期权履约，所以并不希望上述情况发生。

一种替代方法是对多头和空头头寸都采用展期策略。对卖出看涨期权向前向上展期，避免期权处于实值状态。同时也对买入看涨期权采用向前展期策略。如果平仓当前的头寸并且建立一个更晚到期的头寸，这种办法需要支付额外的权利金。但是，只要新建立的空头和多头头寸的权利金能够抵消，这种调整办法也是可取的。通过用新的高5个点的敲定价格替代原来卖出看涨期权的敲定价格，可以避免履约，也可以履约生成5个点的利润。

另一种办法是用一个更晚到期和更高敲定价格的看涨期权代替当前的多头头寸。因为这个头寸已经处于实值状态，你很可能买入更高敲定价格的看涨期权，实现降低5个点的内涵价值。因此，用更高敲定价格替代当前的买入看涨期权的办法，为你今天节省5个点，但是未来买入价格提高了5个点。图6-1 列

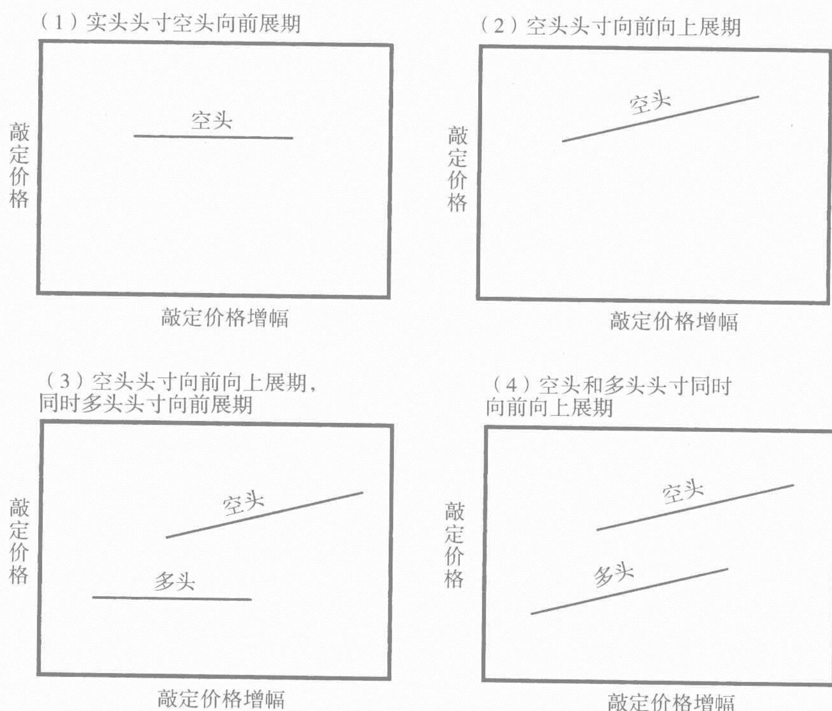
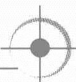


图6-1 替换买入的4种展期策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出了 4 种展期策略，具体如下。

（1）卖出看涨期权向前展期，推迟到期日。

（2）卖出看涨期权向前展期并且向上展期到更高敲定价格。

（3）空头头寸向前向上展期，同时多头头寸向前展期。

（4）空头和多头头寸同时向前向上展期。

展期技术的可行性取决于当前期权权利金水平。一般来说，由于向前展期买入了更多的时间，因此也能够产生更高的收入。向上展期可能抵消时间优势，把实值期权变成虚值期权的展期策略更是如此。因此，选择展期策略需要考虑收支净额，比较避免履约或改变敲定价格获得的利益。

6.4 卖出看跌期权与替代买入

买入长期股票看涨期权不是应用替代买入策略的唯一方式，你也可以采用卖出看跌期权的方法。如果卖出看跌期权，经纪公司会要求你的账户中有足够的保证金以确保看跌期权履约。采用看跌期权策略的优势体现在获得而不是付出现金。另外，时间价值也是个优势。你卖出看跌期权，收到看跌期权权利金。即使在股价下降到实值期权状态，时间价值也可以在一定程度上抵消内涵价值。

我们使用买入看涨期权案例中相同的股票，利用看跌期权建立空头头寸的替代买入策略。我们先从敲定价格开始，如果依据基本面分析的结果，愿意以敲定价格购入股票，那么卖出看跌期权是一项极好的策略。这可能出现两种情况。第一，股票价格高于敲定价格时，可以买入看跌期权平仓获利，也可以让头寸过期。第二，股票价格低于敲定价格时，可以等待履约，也可以向前向下展期，避免或推迟履约。如果选择了向前向下展期，虽然将承担更多的时间风险，但是可以降低履约时买入股票的成本。

6.4.1 卖出看跌期权的价值

表 6-4 总结了投资组合中 10 支股票的一系列看跌期权。

在买入看涨期权的章节中，建立多头头寸时采用分散投资策略。因为无法确定哪一支股票价格未来上涨或是下跌，所以分散投资策略也应用在空头投资策略中。同时，如果股票价格跌至看涨期权的敲定价格以下水平时，那么很可能你不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意再买入案例中的所有10支股票。对单支股票或股票组合，你可以采用卖出看跌期权的替换买入策略，这取决于你持有现金的意愿，也取决于该策略的吸引力。

如果要卖出这些股票的看跌期权，你也可改变敲定价格和到期日。在表6-4中，给出了15个月和27个月到期的看跌期权，用以说明卖出看跌期权的时间价值的变化。不必选择同一到期日的看跌期权，我们能够通过比较判断这种策略。例如，以中等敲定价格为例，卖出15个月的看跌期权总共能够收到权利金2 080美元，27个月到期的看跌期权为3 275美元[1]。但是，交易的净收入并不包括权利金收入。表6-5计算出了上述案中购买股票的净支出。

表6-4　使用卖出看跌期权，替代买入股票

公司名称及敲定价格	代码	当前价格美元*	2006年1月到期的看涨期权			2007年1月到期的看涨期权		
			1	2	3	1	2	3
克洛罗克斯公司 敲定价格50/45/40	CLX	55.91	2.75	—	0.45	3.80	2.40	1.40
可口可乐公司 敲定价格35/30/25	KO	38.90	1.55	0.50	0.10	—	1.20	—
埃克森美孚公司 敲定价格45/40/35	XOM	48.70	2.30	1.10	0.45	3.30	1.80	0.90
房利美公司 敲定价格65/60/55	FNM	67.65	6.80	4.90	3.40	—	6.60	—
联邦快递 敲定价格85/80/75	FDX	87.78	6.30	4.50	—	8.60	6.70	5.10
通用动力公司 敲定价格100/90/80	GD	100.01	8.60	4.60	2.30	11.10	7.20	4.20
J. C. 彭尼公司 敲定价格35/30/25	JCP	38.20	2.90	1.45	0.60	—	2.35	—
百事可乐 敲定价格45/40/35	PEP	48.48	2.10	0.95	0.40	3.00	1.70	0.85
华盛顿互惠银行 敲定价格35/30/25	WM	38.43	2.80	1.30	0.50	3.80	2.05	—
施乐公司 敲定价格12.50/10/7.50	XRX	14.32	1.00	0.50	0.20	1.45	0.75	0.35

注：1. * 股票价格和期权权利金价值基于2004年10月22日收盘价。
2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

[1] 由于并非所有的敲定价格均有可利用的数据，所以，我们估算了一些数据。对于克洛罗克斯公司，2006年1月到期、敲定价格为45美元的看跌期权的权利金估算为1美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

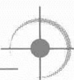


表 6-5 买入价格和卖出看跌期权的权利金净收入 （单位：美元）

公司	看跌期权的敲定价格*	代码	15 个月履约	27 个月履约
克洛罗克斯公司	45	CLX	4 500	4 500
可口可乐公司	30	KO	3 000	3 000
埃克森美孚公司	40	XOM	4 000	4 000
房利美公司	60	FNM	6 000	6 000
联邦快递	80	FDX	8 000	8 000
通用动力公司	90	GD	9 000	9 000
J. C. 彭尼公司	30	JCP	3 000	3 000
百事可乐	40	PEP	4 000	4 000
华盛顿互惠银行	30	WM	3 000	3 000
施乐公司	10	XRX	1 000	1 000
总履约成本			45 500	45 500
减去收到权利金			－2 080	－3 275
净买入价格			43 420	42 225

注：1. * 股票价格和期权权利金价值基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。
2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

购买股票的净支出只有在看跌期权履约权时才产生。因此，不管你是决定卖出 15 个月或还是卖出 27 个月的看跌期权，你都需要明白：至少正如案例所示，他们差别不大。

6.4.2 缩短到期日的价值

在 15 个月更短期间的看跌期权更受欢迎的几个原因。

（1）保证金存放时间更短。如果使用更短到期日的期权，不管是 1 支股票还是 5 支股票，以备履约保证金的存放时间可以少于整一年。

（2）换手利润更高。当使用更快到期看跌期权后，在卖出看跌期权到期前可以更多使用该策略，可以产生更多的短期利润或者替代买入的机会。

（3）时间价值权利金下降更快。越临近到期，时间价值权利金趋向于消失得更快。因此，在即将到来的 15 个月内，15 个月的看跌期权失去时间价值的速度比 27 个月的看跌期权更快。如果要在到期日前平仓或替换这些空头头寸，选择 15 个月看跌期权可能获得更高利润。

这是一种保守策略吗？这种策略符合你的风险态度吗？你乐意以看跌期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

履约的方式购买股票吗？这些都是针对所有策略我们需要了解的问题。如果股票下跌使期权履约，卖出看跌期权收到的权利金可以抵消部分购买成本。很可能，你不希望对投资组合的全部股票同时建立空头替代买入头寸，但是，上述案例也说明了这样做的效果。这种策略更适合应用在单支股票上，可以根据股价的变化计算出可能的结果。

如果卖出2006年1月到期、敲定价格80美元联邦快递公司的看跌期权，可以获得4.5美元的权利金收入，这样履约购买成本是75.5美元（不考虑净交易成本）。只要在股票市价处于75美元与80美元之间的价位上履约，替代买入不会造成账面损失。然而，即使履约造成了亏损，也可以使用拯救策略去弥补损失。

6.5 利用看涨期权的拯救策略

假如作为替代买入策略的一个部分，卖出了一笔看跌期权并且履约了，这样造成了账面亏损。对于这种情况，如何去弥补损失？

解决办法是取决于净损失的数额。在前例中，如果联邦快递公司的股价每股在75美元与80美元之间时，看跌期权履约不会产生净损失。然而，股价低于75美元时，我们该如何做？

首要办法是使用向前向下展期策略，避免或推迟看跌期权履约。例如，当联邦快递公司股价下降到敲定价格之下时，你可以用更晚到期且敲定价格为75美元的看跌期权替换敲定价格为80美元的看跌期权。即便如此，股票价格继续下跌，看跌期权最终还是要被履约。股价也可能突然下跌，因此你就没有机会应用展期策略。没有预先警示就可能必须履约。

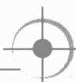
6.5.1 基于精明选择股票的拯救策略

当面临以高于市价买入股票，并由此产生净损失时，你有三个选择。

（1）只是等待到期日到来。

（2）卖出有保护看涨期权以弥补账面损失。由此会带来被履约的风险。为了弥补全部损失，卖出看涨期权获得的权利金足够弥补账面损失、交易成本和所得税。否则，不要卖出看涨期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（3）使用摊低策略和卖出看涨期权的组合策略。采用这种策略基于你愿意买入更多股票的假设。记住，所有应用保守投资策略的基本假设：①有预先合格的股票；②愿意继续持有；③你乐意买入更多股份。例如，假设你的联邦快递公司股票的净持有成本为每股 75 美元，当前股票价格是每股 70 美元。如果再买入 200 股股票，平均成本摊低到每股 71.67 美元。考虑不同到期日，敲定价格 75 美元的看涨期权的价格是多少？前面的案例中，卖出联邦快递公司 15 个月看涨期权能够带来 6 个点的权利金收入，即使在敲定价格处于 7 个点的实值状态（比较表 6-1 中联邦快递公司市价 87.78 美元，15 个月后到期、敲定价格 95 美元看涨期权价格为 5.9 美元）。

本例中，股票的平均成本是每股 71.67 美元，假设可以卖出敲定价格 75 美元的看涨期权，获得 6 个点的权利金收入。因此，如果以每股 70 美元多买入 200 股，那么平均成本降低到每股 71.67 美元，此时，卖出 3 手敲定价格 75 美元的看涨期权，每股收入 6 美元的权利金（见表 6-6）：

表 6-6 卖出看涨期权后，股票成本变动测算

项　　目	金额/美元
股票总成本：300 股，均价 71.67 美元	21 500
减去权利金收入 3 年，每股 6 美元	−1 800
新的净成本（每股 65.67 美元）	19 700

如果卖出的看涨期权履约时，持股均价调整为每股 65.67 美元，300 股股票的卖出价为每股 75 美元，则不考虑交易成本和税收的每股收益为 9.33 美元，总共获利 2 799 美元。拯救策略如图 6-2 所示。

拯救策略分为 7 个部分，如下所述。

（1）最初的看跌期权以每股 75 美元的敲定价格履约。

（2）购股净成本为每股 70.30 美元：敲定价格减去 4.70 美元的权利金收入。

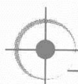
（3）按每股 70 美元再购入 200 股股票。

（4）平均成本降到 71.67 美元。

（5）卖出 3 手敲定价格为 75 美元、价格 6 美元的看涨期权，每股收入 6 美元的权利金。

（6）持股成本降到每股 65.67 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



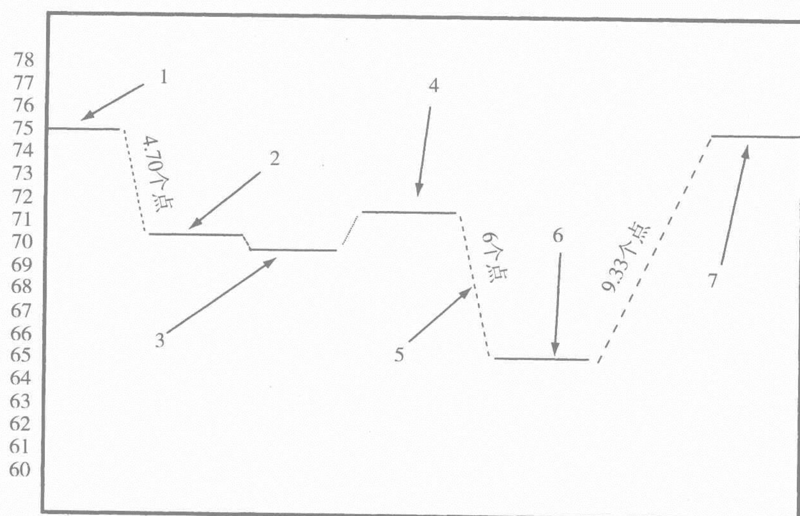


图 6-2　拯救策略：用有保护看涨期权摊低成本

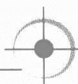
（7）看涨期权以每股 75 美元履约，每股产生利润 9. 33 美元。

6. 5. 2　规划盈利结果

虽然图 6-2 描述了股票价格大幅下跌后该策略运作的结果，但是，当股票价格恢复上涨后，看涨期权履约，最终结果是获利的。但是，如果股票价格没有恢复上涨呢？那么持股成本（步骤 6）是每股 65. 67 美元，但目前市价还是处于 60 美元。在这种情况下，看涨期权到期作废——只要现价低于每股 70 美元，这种情况很可能发生。此时，你可以选择卖出股票，也可以长期持有等待增值，或者使用更多的期权策略。

人们通常会比较股票的当前价格与过去的市场价格。如果一只股票现价为每股 79 美元，随后股价下降到 60 美元，通常会认为股票的价值下降了。因此，价值（按照股票价格判断）是个相对观点。然而，正如拯救策略所示，你可以不考虑相对价值，而是运用期权降低你的持股成本。这样调整了成本看法：股票购买成本由 79 美元下降到 60 美元这种观念也会调整，如果通过运用各种期权策略把持股成本降低到 65. 67 美元，这样，成本的实际差距只有 5. 67 个点，而不是 19 个点。因此，通过运用均价策略和有保护看涨期权的组合策略，能够把亏损降低，甚至可以把亏损转变成盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



6.5.3 比率卖出期权——调整成为保守策略之前

一种稍欠保守的投资策略是比率卖出期权。然而，比率卖出的风险可以消除，因此，在一定程度上，比率卖出可成为你的策略。首先，未调整的策略是这样定义的：比率卖出是一种部分有保护看涨期权。例如，你持有 300 股股票却卖出了 4 手看涨期权，这是 4:3 的比率卖出期权。你也可以看做是 3 手有保护看涨期权和 1 手无保护看涨期权，或者是 75% 的保护率。股票份额越多，风险越低。例如，400 手股票和 5 手无保护看涨期权的组合要比 300 股股票和 4 手无保护看涨期权的风险低。

比率卖出期权的优点是它在增加权利金收入的同时只增加少量的风险。比率卖出期权也可以采用一系列不同的敲定价格。例如，持有的 400 股股票成本是每股 22 美元，现价是 21 美元，你决定卖出 5 手看涨期权。你可以采用这样的组合方式，即卖出 2 手敲定价格为 25 美元的看涨期权和卖出 3 手敲定价格为 30 美元、更晚到期的看涨期权。这种组合方式风险相对较低的原因有两点。首先，他们都是虚值看涨期权，最高敲定价格要比当前市价高出 9 个点。其次，先到期的 2 手看涨期权消除了未到期期权的所有市场风险，也消除了比率卖出期权未保护部分的风险。如果股票价格超过 25 美元的敲定价格，可以对任何或全部的头寸采用向前向上的展期策略以避免履约。

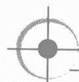
上述案例中，通过采用向前向上展期策略，可以做到避免履约，保持风险处于可管理的水平上。即使敲定价格 25 美元的看涨期权履约，敲定价格 30 美元的看涨期权也可平仓或展期。因此，除非股票价格迅速上涨到远高于敲定价格的水平，履约的风险不会立即出现。

6.5.4 将比率卖出期权转换成保守投资策略

即使采用上述比率卖出策略，依然会存在有悖于你风险态度的风险。于是，我们需要采用一种办法，这种办法通过弥补暴露的未保护看涨期权来降低最糟糕情况时的风险。采用更高敲定价格看涨期权去弥补未保护的头寸就能取得这种效果。

例如，还是以联邦快递公司为例。假定你有 300 股股票，原始成本每股 80 美元，现价是每股 87.78 美元，现在是十月份。你采用比率卖出策略卖出 4 手看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨期权，同时你也额外买入一份看涨期权，这将消除所有的比率卖出风险。如表 6-7 所示。表中数据是基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。

表 6-7　增加买入更高敲定价格期权的收益表

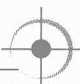
项　　目	金额/美元
卖出 2 手 2005 年 1 月到期、敲定价格 90 美元看涨期权，每股权利金收入为 2.5 美元	500
卖出 2 手 2005 年 4 月到期，敲定价格 95 美元看涨期权，每股权利金收入为 2.15 美元	430
买入 1 手 2005 年 4 月到期，敲定价格 100 美元看涨期权，每股支出权利金为 1.05 美元	－105
净收入	825

这种情况下，你创造了一个组合收益，半年收益率为 9.4%，年化收益率达 18.8%。有一半头寸持续 3 个月至一月份到期，另一半持续 6 个月至四月份到期。暴露在风险下的 100 股股票将受到四月份到期、敲定价格 100 美元看涨期权的保护。在最糟糕的情况中，即所有的空头头寸履约时，你可以用买入看涨期权对冲第 4 手卖出看涨期权，成本是 500 美元（敲定价格 100 美元的买入看涨期权与敲定价格 95 美元的未保护卖出看涨期权之间的差额）。然而，你全部现金收入是 825 美元，于是，未考虑交易成本的净收入是 325 美元。记住，这是最糟糕的情况，即假定不进行向前展期，并假定股票价格在到期前上涨到每股 95 美元以上。另外，假设成本价为每股 80 美元，履约可以产生 3 500 美元的资本收益（2 手敲定价格为 90 美元，看涨期权履约收益为 2 000 美元，1 手敲定价格为 95 美元，看涨期权履约收益为 1 500 美元）。在不考虑股息收入、交易成本和税收时，履约的全部收入如表 6-8 所示。

表 6-8　调整后比率卖出期权盈亏估算表

项　　目	金额/美元
资本利得：成本价 80 美元的 200 股股票，以 90 美元价格履约	2 000
资本利得：成本价 80 美元的 100 股股票，以 95 美元价格履约	1 500
损失：敲定价格 95 美元的于保护看涨期权与敲定价格 100 美元买入看涨期权	－500
净保费收入	825
未考虑成本和税收之前的总盈利	3 825

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发生最糟糕情况的假设是股票价格迅速上涨，因此有必要买入保护性的看涨期权。然而，采用不同到期日和敲定价格的比率卖出策略已经能够在多数情况下提供一定程度的保护措施。如果在你的风险承受范围内，那么或许就没有必要去担心发生最糟糕的情况。然而，如果必须卖出股票，就可能要考虑最糟糕的情况。因此，基于同样的原则，因为不得不接受履约作为可能结果之一，对于任何形式有保护看涨期权，比率卖出期权是恰当的。上述案例中，使用一个高敲价格的买入看涨期权能完全消除比率卖出期权的风险。因为你的头寸完全处于有保护看涨期权状态。

6.5.5 比率卖出期权用于拯救策略和提高当前回报

比率卖出期权不但可以在股价下跌时用做一种有用的拯救策略，也可以作为一个有力的获利工具，即使在股票价格低于你的原始成本时，也可以从期权中以最小风险获取更高的回报。然而，为了确保你持有的头寸安全，我们推荐采用不同到期日和敲定价格的看涨期权。

6.6 利用看跌期权的拯救策略

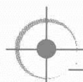
你可以利用卖出看跌期权创造一个拯救策略用于替代买入额外的股票。回顾上述案例中步骤 3：以每股 70 美元再买入 200 股股票。由于卖出看跌期权能用做替代买入股票的一种方式，因此我们可以使用一种替代拯救策略用于摊低平均持股成本，并且通过卖出看跌期权的权利金收入提供额外的下跌保护。

下述案例是一种改进的拯救策略。假定你卖出 3 手敲定价格 65 美元的看跌期权。这意味着如果股票市价低于每股 65 美元时，你将承担履约的风险。我们再假设卖出每个看跌期权能够得到 5 个点权利金收入，这会降低 200 股股票的持股成本到每股 60 美元。于是，全部 300 份股票的平均成本此时是每股 63.43 美元（100 股成本为每股 70.3 美元的股票加上 200 股成本为每股 60 美元的股票）。

价格持续下跌的风险

各种拯救策略的不同之处在于，虽然持股成本大致相同，但是看跌期权拯救策略在价格下跌时提供更多的选择机会。这也是为什么只有在以基本面分析为基础，愿意取得更多股票时才采用拯救策略的原因。如果另外 2 手看跌期权履约，你转而求助于最初的拯救策略，即卖出有保护看涨期权。然而，使用卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出看跌期权不必买入更多股票，而可以降低持股成本。如果卖出看跌期权履约，你可以用看跌期权权利金收入降低 100 股股票的持股成本。本案例中，你的初始持股成本是每股 70.3 美元，收到 1 000 美元的看跌期权权利金收入。如果看跌期权到期作废，这时 100 股股票持股成本降低为每股 65.3 美元。此时，我们知道股票价格处在每股 65 美元之上（因为我们知道只要股价处于或高于敲定价格之上时，看跌期权就不会履约）。

上述情况的结果是你持有的 100 股股票的持股成本变为每股 65.3 美元。由于股票价格等于或高于持股成本，你可以选择卖出、持有或用来为额外期权策略提供保护。如果将此结果与图 6-2 结果相比，利润非常可观。在图 6-2 中，拯救策略假定敲定价格 65 美元的看涨期权履约，因此市价高于每股 65 美元。在到期无效的看跌期权策略中，结果是你持有成本为每股 65.3 美元的 100 股股票，比看涨期权的敲定价格要低 10 个点。

持有 300 股股票的优势很明显：获利额可能将是持股 100 股的 3 倍。然而，使用卖出看跌期权是一种更保守的策略，因为你不必买入股票，除非股价下跌到敲定价格之下。如果股价持续下跌，那么问题是你是否愿意买入更多股票？只要你认为股票有长期投资价值，那么就可以买入股票；或者你认为有长期投资价值，但只是有大幅波动的风险。于是，你更愿意采用某种策略去降低持股成本，使其比市价还要低，以致你能卖出股票获利。

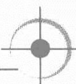
各种拯救策略都能实现这个目标。记住，本案例认为股价持续下跌，从 80 美元下降到 70 美元，或者会更低。因此，如果你能够降低持股成本从而实现盈利，拯救策略将是你管理投资组合的有效办法。使用看涨期权或还是看跌期权，取决于你对公司的态度、可用的资源和等待股票市场趋势结束的意愿。

6.7 有保护看涨期权用于替代卖出

除了替代买入策略，我们也考虑替代卖出策略。替代卖出策略的最保守形式是卖出有保护看涨期权。当你持有 100 股股票，同时卖出一份看涨期权时，你卖出的期权就有履约的可能。一种可行的策略是卖出深度实值看涨期权，有意识地让期权履约，但首先是你已经考虑了隐含的税收问题。

例如，使用前文所述的联邦快递公司的案例。当前股票价格是 87.78 美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当月看涨期权（2004 年 12 月）权利金是 12.70 美元（11 月、75 美元看涨期权），或 7.90 美元（11 月、80 美元看涨期权）。这些期权实际上都有内涵价值，所以，如果你想让期权履约，那么选择哪种期权的区别不大。敲定价格相差 5 个点，权利金也相差 5 个点左右。股票价格的任何一点变化将与权利金的变化一一对应，所以，股票价格的短期变化就会产生即时的盈利，这可以代替期权履约。

为强制履约选择合作条款

作为替代卖出策略的一种方式，构建强制履约的策略在满足两个条件下才可行。首先，你的股票原始成本必须足够低，以保证履约价格能够产生利润。例如，如果买入股票的价格是每股 72 美元，卖出敲定价格 75 美元的看涨期权，那么你将获得 3 个点的资本增值和 12.70 个点的看涨期权权利金收入。在未扣除交易成本和税收之前的总收益是 1 570 美元。

其次，了解税收规则。当你卖出有保护看涨期权时，你可能失去资本增值纳税的长期地位。当期权履约时，整个交易将以短期税率征税。例如，如果你持有联邦快递的股票多年，股票最初成本是每股 20 美元，假设以 75 美元的敲定价格卖出，你将获利 55 个点。长期税率和短期税率的差异非常大，增加的税收负担甚至抵消了权利金收入。但是，如果你有大量的资本结存亏损，结存亏损可冲销当年的短期资本收益。实际上，生成当年收益可能是一种明智的税收策略，因为年度损失的抵扣限额只有 3 000 美金，需要花费很多年才能完全冲销结存亏损。对于安然公司、世界电信公司或者大量网络公司的一些不幸的前股东而言，结存亏损可能永远都不能被完全冲销，除非未来多年有足够的资本利得。

卖出有保护看涨期权的巨大优点之一是能利用优选的股票作为有保护期权的利润流的保护。这种策略——以投资组合中股票价值基本面为基础，能够使你在多数情况下持有股票，同时提高当前收益。如果利用高分红股票，卖出虚值看涨期权，再投资短期收益，同时避免期权履约，那么这个策略可以使用多年。如果股票值得长期持有，那么，可以通过一系列的向前和向上展期策略避免期权履约。向前展期增加期权的时间价值，而向上展期提高敲定价格，所以一旦期权履约，通过价差你同样增加股票收益。

替代直接购买股票的方法展示了怎样利用期权来杠杆运作资本，怎样利用保守技术对冲时间价值风险，以及当股票价格下跌时，看跌期权拯救策略可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



发挥效率。有保护长期股票看涨期权策略甚至可以使用更早到期的卖出看涨期权去平衡多头头寸的时间价值。所有这些策略均可以用来应对波动的市场，改善投资组合分散度，同时锁定不久拟购买的一篮子股票的价格。

下一章将详述这些概念，说明如何利用期权去对冲账面损失，以及在下跌市场中如何使有利条件最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章 下跌市场中的期权策略

只要使用期权的目的是为了管理投资组合，而不是为了投机，那么有些期权就符合保守投资策略。你可以通过买入看跌期权或看涨期权来管理价格波动。当你很愿意获得更多的标的股票时，可以卖出风险有限的看跌期权——只要严格使用，就能获得巨大的机会。本章阐述了保守策略的运用，解释了当价格下跌时如何评估你的股票头寸，同时展示了期权策略怎样降低市场风险。

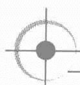
每个投资者面临的一个长期问题是不可避免的市场周期性波动。股票市场存在不同类型的周期性波动。周期性波动的程度和持续时间的长短影响了你的策略是否成功，因为时间选择非常重要。即使你持着长期投资理念，但是，你还是愿意听从“买低卖高”的建议，而不是其他方法。在第 6 章“购买股票的另一种方式”中，说明了当股票价格运行方向出乎预期时，怎样设计拯救策略作为替代买入方案的一部分。在本章中，我们提供了多种值得考虑使用的其他期权策略。

7.1 离开市场去思考

什么是市场上“群众心理”的特点？人们在制定决策时表现出来的往往是恐惧和贪婪，而不是谨慎、理性、策略性的思考。理论上的方法要求抵制恐惧和贪婪，通常需要由没有资金风险的人来执行，但是当你的资金面临风险时，你很容易对市场趋势作出上述感性反应。

了解之后，你能怎样进行下去呢？你怎样去抵制恐惧和贪婪，以避免犯一些常识性的错误？投资者往往说自己是保守型投资者，但当突然的、未预期的市场趋势出现时，其行动往往是不理性的。他们也可能说自己的决策是基于基本面，但是更关注指数变化、短期价格趋势或者其他不是特别有用的新闻信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有用的基本面数据不像当日价格波动那样令人激动，而且也很难在10秒钟的电视或广播新闻中传送。结果，投资者通过电视和广播所接受的大部分信息都是无用的。印刷物在一定程度上更有用，因为里面的事件报导更深入，分析更具有深度。主流财经报纸和杂志好于电视和广播媒体，主要是因为他们更能满足投资者对基本面信息和分析报告的需求。

7.1.1 牢记基本面因素

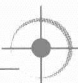
你的保守投资策略成功与否部分取决于你的研究质量和可利用的信息的质量。你可以浏览各种免费的网络信息或者订购信息，包括报纸和杂志在内的印刷品，以及利用股票市场服务。你愿意花费的时间和金钱数量决定了你的决策有多少信息来支持。最后，直接登录上市公司网站，阅读季度和年度财务报表是一个好的起点。采用这种方法，是假设你能从公司以及他们的审计机构所提供的财务信息中收集到你所需要的信息。从广义上说，只要你懂得怎样解释重要指标的含义，你就能作出可靠的决策。

缩小调查范围的一个明智的方法是，辨别少数几个高质量的基本面指标，然后调查那些符合标准的公司。最好能听一些分析师以及华尔街名人的分析意见，接着去买他们推荐的股票，这样做经常没有基本面的理由。

如果想作为一个反向投资者去挑选股票，首先你需要自问市场是否是有效的。如果市场是有效的，那么大多数投资者是否愿意作出明智的市场决策。事实上，大多数投资者经常不会作出明智的投资决策，所以在股票选择中，反向投资方法有意义。可能正是最终的反向投资方法将你设定为一个保守投资者，同时利用期权去管理市场价格波动。

长期保守策略的观点是，长期持有优选公司的股票，这可能主要的、也许是唯一的投资成功的方法。然而，这种方法可能根本就不是保守型方法。如果你根据短期价格波动管理投资组合，那你将受到无秩序的、永远变化的市场支配。更有意义的做法是将你的投资组合分成两部分。首先，你的保守投资组合的基础是优选的公司，公司的长期价值将最终决定其股票价格的走势。优选公司的特征包括持续增长的红利支付、强劲持续的资本实力和持续盈利所带来的有竞争力的年收入的增长。其次，你可以通过有选择地使用期权来管理市场波动。只要使用期权的目的不是投机，而且期权收益不决定你选择购买哪种股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那么这种策略就是谨慎和保守的。期权帮你管理市场波动，增加短期利润和保护账面利润，以及当投资组合出现账面损失时设计拯救策略的另一种工具。所有的这些目标都是保守的。

7.1.2　牢记保守与投机的区别

使用期权的时机极其重要。投机者可能主要依据股票隐含波动率和对股票短期反应的判断来设计策略和选择期权。然而，由于投机者通过杠杆作用使他们的资金面临高风险，他们不会像你一样将投资的长期目标作为他们的优先选择。期权的使用有两种情况（投机的和保守的）他们存在巨大的不同。如果选择的策略是利用持有的股票的短期性价格波动，或者保护账面利润，或者是在股价下跌时摊低你仍然认为具有投资价值的股票的持股成本，期权的这种使用是成功的。

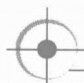
当股票价格下跌时，期权可以帮助你克服短期的问题，使你获得更多的股票。而当股票价格上升时，期权在不卖出股票就能保护账面利润方面是有效的。使用买入看跌期权，通过看跌期权获利卖出或者通过行权事实上在市场高点卖出股票来抵消股票价格的下跌损失。如果使用有保护看涨期权，你能够不卖出股票就实现账面利润的变现。针对股票价格变化应用期权的例子，说明许多保守的投资策略可以扩大投资组合的收益，从而抵制意识上保守，但行动上投机的诱惑。

7.2　买入看跌期权：被忽视的期权

偏好买入看涨期权而不是看跌期权的倾向（投机者群体中的一种很普遍现象）不断增强是因为投资者的乐观主义。实际上，那些投机买入期权的人总是相信股票价格在他们买入看涨期权后会立即上涨，而我们都知道市场价格有涨有跌。那些相信股票价格会下跌而考虑买入看跌期权的投机者很少。

这种情况普遍适用于大多数的投机者，但却不是所有的。然而，由于过多地强调看涨期权，买入看跌期权的结果往往被忽略，并且其效果有时会被低估。保守的风险态度可以产生这样的情形：买入看跌期权不仅是明智的，而且也会符合你的投资标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



7.2.1 当股票价格上升时

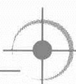
有两种情况值得考虑。首先也是最有可能的，是在股价快速上涨的情况下，在市场高点卖出股票获取利润是一种诱惑。这是一个两难的问题，既想长期持有股票，又想保住账面利润。如果你不想卖出股票，那么买入看跌期权是一个明智的选择，而且你也不需要花费许多资金买入看跌期权。如果你预期市场在2个月内将会调整，那么你很有可能找到一种权利金相对低、在2到3个月之内到期的虚值看跌期权。

假设你已经买入不同种类的股票，并且股票已经增值。我们使用投资组合模型中的10支股票，将在27个月到期的看跌期权汇总待用，如表7-1所示。

表7-1　买入看跌期权以保护账面利润

股票名称*	交易代码	当前价格美元	27个月看跌期权权利金		
			1	2	3
克洛罗克斯 敲定价格55/50/45	CLX	55.91	15.80	3.80	2.40
可口可乐 敲定价格35/30/25	KO	38.90	—	1.20	—
埃克森美孚 敲定价格45/40/35	XOM	48.70	3.30	1.80	0.90
房利美 敲定价格65/60/55	FNM	67.65	—	6.60	—
联邦快递 敲定价格85/80/75	FDX	87.78	8.60	6.70	5.10
通用动力 敲定价格100/90/80	GD	100.01	11.10	7.20	4.20
J.C.彭尼 敲定价格35/30/25	JCP	38.20	—	2.35	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

股票名称*	交易代码	当前价格美元	27 个月看跌期权权利金		
			1	2	3
百事可乐 敲定价格 45/40/35	PEP	48.48	3.00	1.70	0.85
华盛顿互助银行 敲定价格 35/30/25	WM	38.43	3.80	2.05	—
施乐 敲定价格 12.50/10/7.50	XRX	14.32	1.45	0.75	0.35

注：1. * 股票价格和期权权利金价格基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。

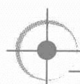
2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

在每种情况中，表 7-1 给出的权利金报价范围涵盖了一个最接近于当前股票价格的敲定价格，及其下方的 2 个敲定价格的期权。例如，百事可乐的当前股价为每股 48.48 美元，于是我们找到百事可乐的看跌期权敲定价格分别为 45 美元、40 美元、35 美元。如果在百事可乐股价在当前（10 月份）和到期日（27 个月之后）之间的时间内下跌到敲定价格之下，我们卖出看跌期权获利或者行使看跌期权。如果我们卖出获利，那么我们可以用卖出期权的当期收入抵消账面损失。如果履约，那么我们以敲定价格卖出股票。如果我们买入一手 100 股的敲定价格价为 45 美元的看跌期权合约，当股票价格下跌至每股 39 美元时，我们可以在看跌期权到期日之前以每股 45 美元卖出股票，卖出价格也就是看跌期权的敲定价格。这样，就产生了每股 3 美元的未考虑成本的盈利（股票当前价格与敲定价格之间的 6 个点价兑减去每股 3 美元的成本）。

就像你看到的那样，低成本的看跌期权可以用来保护利润。当价格下跌时，你可以使用买入看跌期权来保护账面利润，并且提供了卖出看跌期权或者看跌期权行权的选择。在百事可乐的案例中，你可以用每手 300 美元的权利金成本买入敲定价格为 45 美元的看跌期权以抵御市场下跌风险。（敲定价格低于 40 美元，每手看跌期权合约价格为 170 美元；而敲定价格低于 35 美元的看跌期权，每手价格仅为 85 美元）。

如果你购买的股票价格保持在一个平均水平上震荡，股价的快速上涨就会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使你投资组合中的许多股票（即使不是全部）出现超买。因此，使用看跌期权保护账面利润是处理短期价格趋势的一种谨慎的手段。因为假设市场趋势是短期的，所以一个为期 27 个月的保护期就市场价格趋势而言是一个非常长的周期。价格暴涨暴跌会在短时间内得到纠正，因此，如果你能正确判断市场变化趋势，这种策略即使是有时间限制的，也是具有现实意义和保守的。期限越短的期权提供越短的保护时间周期，经常也会具有价格优势。例如，比较不同到期日、敲定价格为 45 美元的百事可乐看跌期权的权利金㊀，如表 7-2 所示。

表 7-2　敲定价格为 45 美元、不同到期日百事可乐看跌期权的权利金

离到期日的月数	权利金/美元
27	300
15	210
6	100
3	50
2	25
1	20

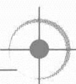
从以上的比较中可以看出：根据你想要的保护时间的不同，权利金的花费也是显著不同的。你能够以 300 美元购买 27 个月的下跌保护，或者仅以 25 美元购买 2 个月的下跌保护（扣除交易成本之前）。

平衡时间和成本使你可以选择一种实用的方式来管理你持有股票的短期价格波动。你可以选择忽略股价短期波动，仅仅持有股票寻求长期增值。这也是一种保守的方法，因为短期价格波动往往是无理性的，而且并非由公司基本面发生变化引起的，你或者避免管理短期价格波动，或者使用期权寻找价格的顶，不承担巨大风险，而创造赚取额外利润的机会。

买入看跌期权保护账面利润（为你买入的股票提供安全保障）的策略是为了管理短期价格波动的策略。这不是投机；这是采用相对低的费用保护当前价的一种方法，这就像为你的家庭买入防火保险和意外伤亡保险，即使发生这种意外的可能性几乎没有。你的投资组合经过适当地选择股票就可以经受价格大

㊀ 2004 年 10 月 22 日买方出价收盘。数据来源：芝加哥期权交易所延迟报价系统，www. cboe. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



幅下跌，这是值得怀疑的，但是，当市场价格过快上涨时，短期价格调整就为以相对低的成本去保护账面利润提供了机会。

7.2.2　当股票价格下跌时

第二种情况，当市场价格快速下跌时，可使用买入看跌期权。这种形势下，你可能认为这是在一个合理的价格水平上买入股票的机会，但你也会担心股价进一步的下跌。因此，你使用买入看跌期权为你投资组合中的股票提供一个即时的买入底价。在市场短期相对动荡的情况下，你可组合运用看跌期权多头与看涨期权多头。假如价格进一步下跌，买入看跌期权可以保护你的资本价值；同时，价格回升时，买入看涨期权可让你获利。

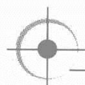
使用买入看跌期权的两种情况（在股价快速上涨或者快速下跌时）均是基于这样一个前提：保护你所持有股票的长期价值。这验证了买入看跌期权的两种使用策略在本质上是保守型的。投机者没有兴趣保护股票的长期价值；事实上，除非是将股票当做执行相关策略的工具，例如有保护看涨期权卖出，纯粹的投机者甚至不会持有股票。只要你准备利用市场价格的波动，你将会被定义为投机者。但是，这里描述的策略是用来像保险一样保障账面利润，减少进一步损失，或者是保障账面利润万一需要变现的机会。经过深思熟虑买入看跌期权适用于极端波动的市场。为了保险，买入看跌期权也是明智的。如果你买入股票并且想保证市场价值将不低于你的净持有成本，即使市场波动不是特别大，买入看跌期权作为保险是明智的。保险多头头寸是保守型的。这里有一个基本的假设就是你的股票在未来会升值。实际上，你也知道你可能会错，至少是在短期或者中期而言。

7.3　卖出看跌期权：各种策略

在下跌市场中，你可能会面临投资者众所周知的困难抉择。你想利用买入的机会，但是你又不能确定市场将往何处去。保守型观点认为，下跌市场应被看做是买入更多感兴趣的股票的机会。这不仅代表一项交易，而且是产生新的账面利润的一个途径。当你买入便宜股票时，你会降低这支股票的总体成本，并且提高长期收益以及当期收益潜力。

因为下跌市场的恐慌因素，你也许犹豫将大量资金买入股票。如果市场继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续下跌怎么办呢？如果市场需要几个月而不是几天才能恢复怎么办呢？任何人都可以回顾历史价格走势，判断出明显的买入时机，但是，很难提前作出判断。这就是卖出看跌期权特别有价值的地方。股价将下跌并不再恢复上涨的可能性一直存在，无论你是否使用期权，这种危险都会存在；这就是众所周知的投资风险。使用期权的价值在于投资策略可以利用价格的暂时性下跌。当价格下跌并持续时，期权可以减少损失（如果你使用卖出期权），或者提供一个以有限的附加费用恢复市值的机会（如果你买入期权）。对于许多面临可能损失的保守型投资者来说，卖出期权比买入期权更有吸引力，因为这至少可以获得收入而不是付出资金。

当你卖出看跌期权时，你会收到权利金。如果股价跌破敲定价格，那么看跌期权就会履约。你能够通过向前或者向下展期避免履约；你也可以接受履约，接受卖给你的100股股票。然而，在下跌市场中，卖出看跌期权是一种低价增持股票的一种有用的方式，因此，通过卖出看跌期权赚取的利润可以降低你的股票成本。

7.3.1 卖出看跌期权的保守型基本规则

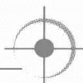
以下是在下跌市场中卖出看跌期权的7条保守型基本规则。

（1）卖出你已持有股票的看跌期权。保守型准则说明你将买入并持有符合你的基本面标准的股票。即使在市场价格下跌时，如果你坚持上述准则，那么你可以将卖出看跌期权看做是明智和保守的策略。这样，你有可能买入更多股票、降低平均成本提高当前收入水平。

（2）以技术支撑线为依据选择敲定价格。你选择卖出看跌期权的股票，就像所有股票一样，很有可能在一个预期的价格范围内交易。保守型的股票一般有一个相当窄的交易范围并且具有很强的支撑。但是，当市场价格全面下跌时，保守型股票可能会出现暂时性暴跌。

（3）卖出提供最小回报率的看跌期权。如果履约，你希望卖出的看跌期权获得多高的回报率？作为一个普通（并非通用）的规则，你可能寻找有10%回报的看跌期权的敲定价格。确定这个比率可以帮助你避免一个普遍的问题：只考虑资金总额而不考虑回报率。例如，假设你有两只想卖出看跌期权的股票，但是你决定只卖出其中一支。一支股票的当前价格为40美元，另一支为65美元。当前价格为65美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的股票看跌期权价值是 5 个点，而当前价格为 40 美元的看跌期权价值为 4 个点。第一支股票的看跌期权权利金每手 500 美元，高于第二支股票的 400 美元。然后，根据百分比，你会很明智地选择卖出第二支股票的看跌期权，获得 10% 的收益。这个收益要比第一只股票 7.7% 的收益要高。（因为年化收益率也会改变比较的结果，因此，上述比较假设两份期权同时生效并同时到期。）

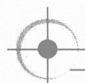
（4）敲定价格与当前市场价格相匹配。选择卖出看跌期权，你想获得最有利的权利金，但是你也想避免履约。期权虚值越高，你越能避免履约，但是权利金也会越少。因此，你可以寻找敲定价格比股票现价低 3～7 个点的看跌期权。为什么选择这个范围呢？这是最有可能创造权利金收益的范围。如果敲定价格越贴近现价，那么股价有相对小的跌幅就会产生实值，导致履约。如果敲定价格越远离股票现价，产生足够与你空头头寸相匹配的权利金的可能性就越低。

（5）基于你对市场的洞察力挑选到期时间。你应该让空头头寸暴露多久？距离到期时间越长，时间价值就越大；距离到期时间越短，风险也就越低。关键是比较 10% 收益的卖出看跌期权敲定价格与当前价格之间的接近程度。暴露周期需要多长时间？这是否值得？你估计需要多长时间市场才能反弹？取决于你承受风险的意愿。

（6）一旦卖出，确定离场和（或者）履约的条件。你可以制定一套规则。例如，你可能确定当股票市价一旦跌破敲定价格 1 个点时，将向前、向下展期以避免履约。你也可以决定，如果看跌期权的权利金价值跌为原来的一半，就平仓获利，也许然后用其他的看跌期权空头代替。例如，当卖出看跌期权平仓时，如果股价上涨，你可以以更高的敲定价格卖出看跌期权，产生额外的权利金收益。

（7）制定第二套策略，以防履约。如果你还没有机会在头寸展期之前，股价跌破敲定价格，那么看跌期权必须履约，怎么办？在这种情况下，你需要一个拯救策略。保守的选择是什么也不做。如果看跌期权履约可以降低你的总体成本，那么你可以以总体更低的费用获得更多的股票。记住，只要公司基本面强势，价格下跌只是短期的情况，这并不是什么问题。事实上，因为你的平均股价降低了，这是一个长期的优势。第二种备选策略包括或者卖出更多的看跌期权或者使用有保护看涨期权策略。持有的股票越多，你可以卖出的有保护看涨期权越多。基本的规则是，如果期权履约，有保护看涨期权必须使股票总体实现净盈利（在扣除成本之后，包括平均成本，以及卖出看跌期权和卖出看涨期权而收取权利金降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的成本）。在这种情况下，卖出虚值的看涨期权（100%的时间价值）进一步降低你的净成本。在上涨的市场中，通过向前和向上展望可以避免履约。

一个案例说明了这种策略是如何运作的。表7-3总结了卖出联邦快递公司不同种类看跌期权你的年化回报率。年化收益率的计算首先计算权利金和敲定价格之间的简单回报率，然后折算成如果持仓12个月的回报率。

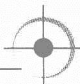
7.3.2 不同敲定价格下回报率的比较

即使当回报率是按年化计算时，在不同的敲定价格和到期日之间进行比较也是复杂的。当你仔细考虑具有潜在履约可能的不同敲定价格的回报时，比较就可能完全改变。例如，如果股票继续下跌，那么你宁愿使用最低的可能敲定价格履约，希望获得理想的回报率。对不同敲定价格回报率的比较为制定理智的、保守型的决策提供了一个有价值的分析工具。例如，联邦快递每股87.78美元，敲定价格为85美元的风险显著大于敲定价格为80美元的看跌期权。3个月到期的敲定价格为85美元的看跌期权的年化回报率为10%；与之相比，敲定价格为80美元的看跌期权年化回报率为4.8%，但是其市场风险也降低了5个点。（敲定价格为85美元和80美元的看跌期权之差）。

表7-3 卖出看跌期权的年化回报率

联邦快递到期日和敲定价格*/美元	（A）权利金	（B）简单回报率（%）	（C）距离到期月数	年化回报率**（%）
2005年1月				
85	2.15	2.5	3	10.0
80	0.95	1.2	3	4.8
75	0.40	0.5	3	2.0
70	0.15	0.2	3	0.8
65	0.05	0.1	3	0.4
2005年4月				
85	3.30	3.9	6	7.8
80	1.90	2.4	6	4.8
75	1.00	1.3	6	2.6
70	0.55	0.8	6	1.6
65	0.25	0.4	6	0.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

联邦快递到期日和敲定价格*/美元	（A）权利金	（B）简单回报率（%）	（C）距离到期月数	年化回报率**（%）
2006 年 1 月				
85	6.30	7.4	15	5.9
80	4.50	5.6	15	4.5
75	—	—	15	—
70	2.25	3.2	15	2.6
65	—	—	15	—
2007 年 1 月				
85	8.60	10.1	27	4.5
80	6.70	8.4	27	3.7
75	5.10	6.8	27	3.0
70	3.90	5.6	27	2.5
65	2.90	4.5	27	2.0

注：1. *2004 年 10 月 22 日股票价格和权利金价格。

2. ** 计算年化回报率包括以下两步骤。

（1）权利金（col. A）除以敲定价格得到简单回报率（col. B）；

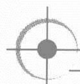
（2）年化回报率按照下面的公式计算，反映 12 个月的回报率 =（col. B ÷ col. C）×12

3. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

表 7-3 对于控制风险和建立看跌期权卖出的标准是有用的。该表说明了延长到期日确实能提高权利金总额；但是在年化回报率基础上，短期期权会产生更好的回报率。考虑敲定价格为 80 美元的看跌期权的情况。3 个月和 6 个月到期的期权年化回报率相同。15 个月到期的年化回报率略低。比较而言，3 个月的期权风险更低，因为它的风险暴露的时间更短。因而，这种空头头寸的饱和、换手会更频繁。低风险的另外一个原因：如果股价在未来的 3 个月内向任何一个方向发展，那么基于在股票现价和满足标准的敲定价格之间维持价差的要求，你可以在未来卖出策略中选择不同的期权。在我们的案例中，比较了敲定价格是 80 美元的看跌期权的回报率，其敲定价格比股票现价低 7.78 个点。因此，如考虑使用卖出看跌期权策略选择期权，你可以限制卖出看跌期权的敲定价格在股票现价以下 5 ~ 10 个点并且距离到期 3 ~ 6 个月时间。

当仔细考虑这种备选选择时（以当天价格买入股票以摊低基差），你会立即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意识到卖出看跌期权更有利可图并且需要更少的资金投入（仅限于必要的保证金减去权利金）。

当选择卖出看跌期权时，以防股价下跌的退出或者展期的策略也视为一种拯救策略。为处理这两种意外情况，你可以卖出敲定价格为 80 美元的看跌期权，并且决定万一股价跌到每股 79 美元甚至更低的时候，你将向前和向下展期——用到期日更晚的看跌期权替代当前的看跌期权。这将会扩大股票现价与敲定价格的价差，建立一个安全保证。你大概可能会支付一定成本以完成向前和向后展期（或者在考虑交易费用的情况下的一点成本）。展期的价值不是基于权利金交易费用或者利润，而更多的是降低潜在的敲定价格 5 个点。

7.3.3 三种类型的拯救策略

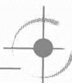
万一看跌期权履约，应制订一套可行性策略作为应急计划去拯救股票。（即使你不使用期权，这种策略可比作管理投资组合时使用的一种退出策略，或者其他应急策略）。如果卖出看跌期权履约，这意味着股票现价低于敲定价格，因此你可以比原来持股成本更低但比现价更高的价格买入更多股票。在这种情况下，你有三种类型的拯救策略。

（1）不采取进一步行动。当市场价格下跌持续时间超出你的预期时，如果你坚信股价最终会反弹的话，你可以等到价格反弹。因为你依然相信该股票有投资价值，等到投资价值价格下跌结束，不会存在长期的问题。卖出了看跌期权，你降低了股本总体成本，而它的价格最终会上涨。因为降低了持股平均成本，你的投资将会更快转为盈亏相抵或者获利状态。

（2）再次卖出看跌期权。若相信股价会跌破长期支撑线，你可以重复使用该策略。在市场价格大幅下跌时，这种情况会发生，但是，并不预示这一定是一场灾难。这仍然可以看做是降低平均成本的机会。然而，你也需要决定什么时候停止卖出看跌期权。一个保守的标准可以规定当价格下跌时不继续买入股票，不管你认为哪里可能是股价的最低点。

（3）卖出有保护看涨期权。你已经增持了股票，这使得你有使用卖出有保护看涨期权策略的潜力。你持有股票的实际成本就是所有你持有股票的平均价格，再减去你收到的看跌期权权利金。如果你卖出这些股票的有保护看涨期权万一履约，能够产生净利润吗？这是第一个重要的问题，因为如果不能产生净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利润，刚一履约就产生净损失就没有意义了。第二，必须参照选择看跌期权的同样原则，选择看涨期权，如仅限于预期的最低年化回报率和虚值点位去选择头寸。

7.4 在下跌市场中利用看涨期权

利用看跌期权降低平均成本，获得更多股票（或者当卖出看跌期权没有履约时增加收入），这是在下跌市场中管理投资组合的一种方法。基于同样的理由，你也可以使用看涨期权。

只要你记住以下这些准则，买入看涨期权就可以使你的头寸最大化。

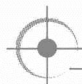
（1）买入你已经持有或者符合条件的股票的看涨期权。买入看涨期权的保守型使用必须是以标的股票的基本面价值为基础，因此，你买入看涨期权的操作限定在那些已经持有并准备长期持有或者符合风险评估和保守型投资策略的股票。当股价上涨时，如果你打算让看涨期权行权，那么这样做会提高股票持有量而降低平均成本。

（2）只看股票价格位于低位时，买入看涨期权。时机是期权的一切。投机者经常很少关注标的股票更关注期权价值和短期获利的可能。然而，你所有的决策都跟长期股票投资组合（假定它存在增长潜力）有关，只有当有潜力股票的价格已经大幅下跌时，你才应该买入它的看涨期权。股票的当前价格要远在"正常"成交价格区间之下，这增加了下跌是极端行情的可能性，只是对整个市场价格下跌的反映，或者只是该股票临时性下跌。在这些情况下，市场反转会在短期内发生，因此，此时应该买入看涨期权。

（3）识别和规定退出的策略。什么时候你将买入看涨期权平仓？在某些情况下，你的目的是仅限于利用符合你要求的股票的短期价格下跌，因此你想确切地知道什么时间决定卖出并实现获利。例如，你可以决定：如果权利金价值所产生的扣除交易成本的收入是你投资的双倍时，你应该卖出；或者你也可以确定某个特殊的权利金价格水平做标准。如果你倾向于看涨期权行权（再一次假设股价上涨并高于看涨期权的敲定价格），那么在什么样的水平你会履约？今天你可能持有更多的股票，基于基本面变化，你未来可能会改变想法。

（4）注意选择敲定价格。以下跌之前的交易区间为基础选择一个最有吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



力的价格作为敲定价格。这样做的前提是你相信股票价格会恢复到原来的水平，因此，基于将会履约选择敲定价格。如果你稍后决定只是卖出看涨期权而不是希望履约，这是一个后续的决定。在开始建立头寸，你想选择一个敲定价格，当期权履约时可以降低平均成本。例如，在 84 美元的时候你买入 200 股股票，现在的股票价格是 72 美元，那么什么样的敲定价格会最有吸引力呢？如果你买入 1 手敲定价格 75 美元的看涨期权，并随后履约，那么你每股股票的平均成本是 81 美元。如果你买入 2 手敲定价格 75 美元的看涨期权，你的平均成本是 79.50 美元。另一个降低成本的方法包括使用买入看涨期权大幅增加股票持有量。例如，如果你原来每股 84 美元买入 100 股股票，并且现在卖出 2 手敲定价格 75 美元的看涨期权，你履约的平均成本将会是 78 美元。因此，如果履约时股票的现价是 78 美元或者之上，你的伴随股票价格下跌带来的账面损失会得到弥补。

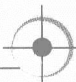
在某种情况下，卖出看跌期权和买进看涨期权的组合是十分有趣的。仔细考虑这些可能的支出：买入看涨期权的费用可能会被你收到的看跌期权的权利金对冲。如果市场价格上涨，看涨期权的价值会增长，而看跌期权会变得没有价值，因此你可以受益于没有费用或者费用很低。如果市价进一步下跌，那么看跌期权可能履约（或者向前向下展期）而看涨期权到期会变得没有价值。然而，即使是看涨期权毫无价值，这部分零费用（或者接近零费用）的头寸提升了上涨潜力，且下跌风险并不高于单纯卖出看跌期权风险。

（5）调整费用支出和到期日使策略合乎逻辑。在下跌市场中选择买入看涨期权时，由于所有的权利金都是有时间价值的，要限制权利金支出，以使到期日之前留有足够的时间以致股价能够反弹到原来买入的交易区间。该建议假设你仅买入虚值看涨期权，并且明白对价格多久才能回归到正常水平。如果经历过之前的市场价格变化，你会知道短期的波动通常是对当前经济消息面的过度反应，市场会在短时期内自我纠正。然而，你也知道投资者在市场波动期间是谨慎的，价格恢复需要更多的时间。因此，选择合适的看涨期权是判断力的问题。

利用看涨期权进行杠杆运作，但不是用来投机

在你的保守型投资组合中，看涨期权的选择是杠杆的运用，而不是投机。两者的区别在于是否持有股票或者仅限于卖出你已经分析和成为备选的股票。如果有机会，你持续买入已经列入备选的股票。假设你对股票下跌的时机和幅度判断准确，下跌是买入股票的最好时机。由于存在不确定因素，使用买入看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涨期权比运用大量资金购买股票更加保守。使用看涨期权，你的潜在损失限于看涨期权的权利金，而潜在利润在理论上却是无限的。当你买入股票，存在同样的获利潜力，但是如果你选择进入市场时机不对，却面临的价格进一步下跌风险。

当你考虑时间价值如何影响价格运行时，使用看涨期权就成为一个问题。如果看涨期权到期前只有几个月，那么你的股票需要增值到具有足够的内涵价值和并能补偿时间价值。考虑这种情况，买入 4 个点虚值的看涨期权，付出的权利金是 3 个点。在到期日之前，这只股票必须上涨 4 个点恰好达到平值，并且上涨另外 3 个点才能盈亏相抵。另外，当你买卖的时候还有交易费用。如果平均需要半个点完成双边交易，那么股票需要上涨 7.5 个点才能实现盈亏相抵。如果你想使你的权利金投资翻倍，那么到期之前股票必须上涨 10.5 个点。在上市的普通期权中，这是一个问题；但是对于长期股票期权，看涨期权的使用更具有弹性。

你也可能选择合约期限长达 36 个月的长期股票看涨期权，而不是限于选择未来 8 个月左右到期的看涨期权。距到期日时间越长，你支出的权利金越多，但是如果股票价格下跌，而且你也不能确定多长时间股票价格才能恢复正常水平时，长期看涨期权通过允许有更多的时间去调整策略而变得更有弹性。正如第 6 章所述，针对各种价格的分析显现了这种弹性。在第 6 章中，表 6-1 列出了一系列可考虑替代买入的看涨期权。表 6-1 显示了在市场下跌时，买入看涨期权可以作为一种拯救策略的潜力。这说明，以相对低的风险，你可以在预测的市场价格变化范围内锁定股票价格。长期看涨期权可以显著地延长这个周期。

在下跌市场中，你也可以使用比率卖出期权的策略加快弥补损失，缩小净成本和当前价格的价差。例如，如果你持有 400 股股票，你卖出 5 份看涨期权，你的这个卖出比率要比严格的一比一卖出产生更多收入。（买入更高敲定价格的看涨期权你可以消除这些无保护看涨期权的风险。）当比率卖出期权是拯救账面头寸损失的一个方法时，将持有你精心挑选过的股票是坚信价格不久将反弹。其他的拯救策略更加谨慎，市场风险更低；当股票价涨幅度超出你的预期时，比率卖出期权或许变成一个很差的策略，你可以通过履约而不是持有股票来退出头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.5 评估你的股票头寸

无论何时股票价格下跌，你必须要思考下跌是否只是短期技术性调整，并且不久将反弹。如果是这样，就不要忽视这个买入的机会。然而，这也许是股票市场的波动率和技术性安全信号已经改变。为什么？

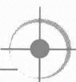
波动率改变可能是由许多公司特殊的原因引起的。整个市场的波动率比较容易理解，因为整体看上，投资者观察市场视角各不相同。这是一个误解的观点，因为长期价值投资可能存在短期波动，因此，现在的风险可能高于你的预期。这个临时出现的问题可以忽略或者选择合适的期权加以利用。

7.5.1 拯救策略与市场机会

保守的期权策略作为拯救策略的组成部分或者当做利用下跌市场的买入机会的方法都是明智的。这样的机会最好经常使用期权运作，因为这样比买入更多股票更安全和更保守。在所有的投资策略中，时机的选择是获取利润的关键和造成损失的潜在原因。然而，保守型投资者热衷于深入分析基本面因素，很难成为短期价格变化的牺牲品。你的决策，如果基于保守投资标准和精心确定的基本面指标，可能将会比一般的技术型投资者更容易取得成功，因为你不会因为短期趋势而买入：你更愿意利用这些趋势在市场价格变化中找到真正合算的交易。

另外一个问题必须考虑，究竟基本面改变了吗？在引起具体股票波动的众多原因中，增长趋势见顶是增长周期放缓或者停止的信号之一。所有的趋势最终会变缓；运行方向将会永远改变。如果你回顾股票市场历史，你会发现许多像宝丽来（Polaroid）一样的公司（严重依赖现在已经过时的图像技术）丧失了其市场的领导地位，因为它的产品跟不上时代的发展。一些专家相信，在数码照相工业时代同样的问题也会发生在柯达公司身上。因为市场丢失或者技术的变化，相似的变化已经发生在许多工业领域。铁路运输业、钢铁业、公用事业、网络公司和零售业在过去的 50 年里已经发生了巨大的变化。新技术、互联网、新的出行方式、能源效应和消费者的消费方式变化就是以前成长良好的公司如何被取代或者不得不进化的例子。现在的领导者必须随不断出现的新技术而改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



变，否则，他们最终会被淘汰。

7.5.2 查找价格波动的原因

基本面发生了变化，经常是因为无法控制的理由。因此，当股票市场出现波动后，保守投资的相关波动不能归咎于市场趋势。基本面值得重新审视。下面是引起单支股票波动的可能原因。

（1）周期性波动。许多指标能够预测市场的周期性，在关于周期的各种各样的观点中，价格波动性的可预测性要比其他的高。作为众多值得考虑的因素之一，即使最专注基本面投资者也会从研究价格运行的周期性趋势中获益。协调分析基本面的周期性变化与价格和成交量趋势，可能能够揭示可以解释波动率变化的相关关系，也许还能提供买入（或者卖出）股票的信号。

（2）经济和政治形势的发展变化。有一些指标对外部的变化更为敏感。在考虑市场周期性变化外，还要考虑经济和政治形势的原因和影响。例如，利率的小幅调整会影响关注股票的价值，世界性事件会戏剧性影响航空类股票的价格。

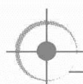
（3）常规收入和盈利的变化。强劲的增长曲线一般包括持续的收入增长率、控制良好的成本和费用、具有持续增长的盈利能力。这些基本面指标也许是判断长期趋势最通用的指标，同等重要的是长期趋势的减速和反转。假设你相信运营报告数据的准确性，你可能会非常依据这种趋势。

（4）核心主营业务收入调整。主营业务收入（与公司主要产品或者服务直接相关的收入和费用）并不一定仅是报告中的运营说明项目。非核心项目包括子公司销售或固定资产的出售；由于会计报表变化和特殊项目历史的调整；来自资产投资例如养老金计划资产的估计利润。有些费用应该计入核心盈利，但是被剔除在外。例如当年员工股票期权行权的价值。

你可能注意到主营业务收入调整（基本面因素）和价格波动（技术因素）之前存在一种直接的关系。这种重要的关系已经被证明过了[㊀]。通常，年际间的主营业务收入年际调整幅度越大，股价波动的幅度也就越大，反之亦然。

㊀ 本作者作品，*Stock Profit*：*Getting to The Core*，Financial Times Prentice Hall，2005 年出版，245—246 页，说明了在技术面和基本面波动之存在的直接关系（后者主要归因于主营业务收入的调整）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



调查公司基本面发生变化的可能性是至关重要的，即使当短期价格波动是很明显的因素。情况经常是这样的，市场波动反映了经济或者广泛因素的变化，因此，波动性本身就是基本面变化的信号。至少这是值得探究的可能性。保守的风险配置需要一旦你的投资组合中保守型投资的标准发生变化，你必须从持有变为卖出。期望你今天持有的股票能表现出你投资组合所需要的特征是不切实际的。更现实的是，除了持续跟踪你持有的股票外，选择当天具有那些特征的股票，一旦发生变化，用其他更符合你要求的股票替换。

7.5.3 决定什么时候抛售与替换股票

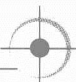
当你决定处理持有的股票的时候，如股票已经有利润，那么卖出并替换股票是相当简单的。作为一种策略，你也许想用不同方式使用期权，以便将所持有的股票能从账面亏损转变为账面盈利或者增持股票。如果你能实现这个目标，那么你的投资组合就一直处于良好的状态。但是，也存在一种非常大的可能性，一旦你卖出股票，其股价将下跌。只要股价高于成本价，人们倾向于持有。只有当股价下跌时，才会再看看。在此种情况下，你将接受损失，或者在卖出之前使用期权调整成本？这个困境在于：如果你决定卖出股票，就会立刻带来损失。

如果股票特性发生了重大的变化，可能最好的情况就是聪明地接受损失，将你的资金另投他处，最好是投资于对持有的股票卖出有保护看涨期权。这是一个比期待价格反弹更容易获利的策略，特别是如果你已经注意到基本面价值在下降。在这种情况下，更难收回全部成本的。这就像接受损失一样困难，但这可能是最保守的决策。

一个备选的方案是在组合策略中使用期权，以获得恢复原有市值的潜力，同时为防止价格进一步下跌提供保护。如果你立即组合买入低于现价的看跌期权和卖出高于现价的看涨期权，你能在没有任何附加风险的情况下挽回损失——假定以下条件存在。

（1）建立头寸的净费用尽可能地接近零。这是一个与卖出股票相结合的拯救策略。开仓买入看跌期权头寸的费用与你卖出看涨期权所得权利金的数额应该能够相抵消。这并不是投入更多资金到期权中的时候；而是当你能够并且愿意通过履约（卖出看涨期权）卖出股票时，为了防止股价进一步地下跌（买入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



看跌期权）提供下跌保护的时候。

（2）一旦履约，看涨期权的敲定价格应该能够产生足够的净利润或者产生一个期待的离场价格。看涨期权的敲定价格也许足够高以致能够使所有头寸产生整体盈利。这是最令人期待的结果，当然，它也会带来净损失。你的选择之一——以现价简单卖出股票，将不会产生像你卖出更高敲定价格的看涨期权一样的利润。因此，即使产生损失，卖出看涨期权也是首选。

（3）你想要了结头寸；风险暴露的时间应该有限。假如你想要了结头寸，不愿意长期受制于有保护看涨期权头寸。那么，所卖看涨期权的权利金一定要足够高，与风险暴露时间相匹配，到期日要短到足够让你愿意等待。

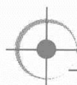
（4）买入看跌期权与卖出看涨期权同时到期或者之后，而不是之前。作为退出策略的一部分，你不能承担价格进一步下跌的风险。如果买入看跌期权的费用与卖出看涨期权的收益相抵接近于零，你可以抵御任何下跌。如果股价在看跌期权敲定价格之下，那么每一个点位都得到保护（由于你的期权组合的费用接近或者等于零）。可是，要确信买入看跌期权的到期日与卖出看涨期权的到期日相同或者稍晚。否则，你的股票头寸极易受到价格进一步下跌造成的影响，因而形成额外损失。如果看跌期权先到期，那么你会持有股票的多头和看涨期权的空头。如果股价从那个点位下跌，那么你会面临比现在更大的损失。

7.6　股票头寸与风险评估

如果你想使用期权调整你的各种投资组合，你必须首先将风险分类并保持正确地监控。没有经验的期权交易者通常会忘记注意股票的基本面，孤立地选择期权。甚至投机者也只使用期权多头头寸，从来不买入或者卖出股票，基本面分析总是影响：①期权交易的成功；②基于支撑线、阻力位和超买或者超卖状态的价格趋势；③买入和卖出期权的时机。

基于价格波动和基本面变化（收入和盈利趋势在不同时期的同比变化）的股票风险评估是风险分析的核心。两种分析类型（技术分析和基本面分析）是直接相关的，并相互影响和相互作用。只注意其中一套指标信息的趋势是错误的，因为想真正了解影响市场趋势的原因，需要两方面的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



7.6.1 股票的安全性与期权之间的关系

一个公司的基本面越好，你选择的期权就越安全。价格波动导致高风险的股票总是有高的基本面风险。公司不太可能一方面具有安全的基本面，而另一方面却有高风险的技术面信号，反之亦然。这两方面是相伴相随的。这种观点同样适用于期权策略。如果你选择股票是基于企业实力、优秀的管理、强劲的创收和盈利趋势、分红记录和竞争机制，这样，期权的选择就跟股票基本面强弱相匹配。

一些评论家认为安全的股票不会给期权交易带来巨大潜力。换句话说，安全性高的股票其时间价值不如波动性强的股票时间价值大，并且真正短期期权交易的机会也是在高波动性的环境中出现的。这全都正确。但是，你的保守型投资交易目的不是以长期投资组合的风险为代价获得期权收益最大化；而是要使用各种期权的策略管理投资组合的头寸，包括：使用看跌期权保护账面利润，卖出有保护看涨期权、使用买入看跌期权或者卖出看涨期权的替代买入策略和下跌市场中的拯救策略。你不想因为期权的收益可能不错，使自己暴露于高风险的环境中，事实上，万一那些策略需要你持有高波动率股票时，短期期权头寸的高收益水平预示了高风险水平。无论你使用什么样的策略，你股票的多头头寸实质安全性总是放在最优先的位置。

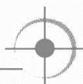
这就是为什么某些下跌市场条件下，你的最佳行动是卖出，斩仓，并将资金投资于那些内在价值更高并且长期成长性更高的股票。接受损失是投资市场的一部分，几乎没有人能够提出那些使你的投资组合完全没有风险的一系列策略。就像之前一样，将来你仍然会有损失。然而，精心选择的期权策略可以帮助你抵御损失、锁定账面利润、提高短期收入、降低股票成本——不需要承担高水平的风险，在很多情况下没有任何附加的市场风险。

7.6.2 检查你的风险状况

即使你将自己定义为保守型投资者，检视你对持有股票的态度也是有益的。下面有三种可能的观点，针对你的投资组合，根据不同的问题以不同方式持有下面各种观点：

（1）为了保守型地增长而长期持有股票。经典的保守型观点就是应该以长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期投资价值、增长潜力、分红记录和资本实力为基础选股，长期持有，用很多年时间积累财富。这个观点继续为许多个人投资者的理智的投资方法。

（2）通过有保护看涨期权提高当期收入。许多投资者采用符合逻辑的保守型原理选择股票，但是主要的目的是通过卖出有保护看涨期权赚取当期收入。这也是合理的投资方法。正如第 5 章关于“期权用做现金流生成器”的阐述，不增加市场风险而获得期权产生的当期收入，这是完全有可能的。当选择股票时使用可靠的基本面分析和保守型的投资方式，这种策略发挥得更好。

（3）两种方式的优点的组合：用潜在高额收入进行长期价值投资。你可以组合选择这两种方式。如果你的投资组合由经过仔细挑选的有长期增长潜力的股票组成，你也可以卖出有保护看涨期权获得当期回报。可以通过展期策略来避免履约。当履约确实发生，你可以将资金再投资于其他具有强劲增长潜力的股票，等待增值，然后将这些股票同样采用有保护看涨期权策略操作。

7.7 期权与下跌风险

在下跌市场中，使用看涨期权的一个本质因素是降低进一步下跌带来的损失。通过卖出看涨期权赚到的权利金可以降低持股净成本，同时可以缩小成本价和市价的价差。当股价朝着期望的方向运行足够幅度的时候，买入看涨期权或者买入看跌期权也是有利可图的。买入期权的问题是两方面的。首先，当你买入期权时，时间对你不利。其次，随着到期日的逐渐靠近，期权时间价值逐渐降低，股票价格需要更大的变幅，才能实现买入期权的价值。

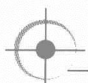
在下跌市场中期权的好处

仔细考虑下跌市场中期权的 4 个主要好处，以便决定什么时候利用期权来管理你的投资组合。

（1）卖出头寸降低成本。第一个值得分析的好处是卖出期权获得收入，从而可以降低持股成本。在下跌市场，这可以减少部分账面损失；在一些情况下，卖出空头头寸可以完全抵消少许头寸损失。由于股票缺乏波动，空头头寸可能不会履约；或者，如果头寸变为具有内涵价值，就可以通过展期策略避免履约，进而减少账面损失和最终履约的潜在影响。

如果期权到期或者失去足够的价值以致能够获利平仓，空头头寸可以重复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



使用。在2种情况下，你都可以自由地卖出新的空头以获取更多的权利金。最终，你通过提高市场价格水平和不断卖出期权策略的组合挽回账面损失。当合适的时机和敲定价格被选定时，空头头寸用来保护净盈利头寸或者降低股票成本。如果卖出看跌期权履约，那么更低总体成本的股票可以进入到后续的拯救策略阶段——卖出有保护看涨期权。如果卖出有保护看涨期权履约，卖出有保护看涨期权和卖出股票的结果或者会产生净利润或者会减轻损失，然后你可以自由地将资金再次投资于更有潜力的股票。

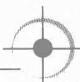
（2）万一履约，卖出看跌期权的权利金降低总成本。卖出看跌期权产生了收入，并且如果股价继续下跌，这样可能允许你履约。这个策略也是你的多头投资组合策略的一个特征。价格下跌是买入的机会。只要你对股价最终会回升有信心，卖出看跌期权或者会产生收入，从而降低持有股票的成本，或者如果履约，往往会大幅降低股票的成本。这两种情况都会加速持股价格的解套。

将卖出看跌期权仅仅看做期权衍生的、孤立的策略，这种观点是错误的。如果该策略的运用没有逻辑性的、基本面因素的分析，那是不恰当的。如果该策略的运用当做是替代买入策略，这将使你处于一个有利地位，因为股票的实际成本变成敲定价格减去看跌期权权利金。如果股票的支撑线等于或者在净成本价之上，那么卖出看跌期权是一种效果强大的替代买入策略。卖出看跌期权的第三个理由：当看跌期权履约时，降低所有股票成本；在下跌市场中可以加快解套时间。正如第6章汇总阐述的，拯救策略经常会立刻将账面损失转变为账面利润。当卖出看跌期权履约并且紧跟着使用有保护看涨期权策略，这完全有可能不必等待市场行情结束就能挽回所有的账面损失。与此同时，如果公司的基本面变差，这种快速解套可以使你完成退出策略，并仍然产生收益。

（3）重复卖出有保护看涨期权能提高当期收入，缩小风险区间。最保守的策略（卖出持有股票的有保护看涨期权）即使是在下跌市场中，也可以防止账面损失。使用当前头寸获利平仓、持有到期、向前展期避免履约，这一策略可重复使用。该策略不提高市场风险，还不断地产生当期收入。当然，本策略假设期权履约，那么有保护看涨期权在股票市场会产生盈余而不是净损失。在任何环境下，除非是因为基本面的改变而有意识地退出平仓，如果最终结果是盈亏相抵，或者万一履约时遭到损失，那么卖出有保护看涨期权就是一种拙劣的策略。

（4）利用平均价格也能降低下跌风险。当卖出看跌期权履约的时候，你的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



持股成本下降。一旦你想要更多的股票，这是一个正面的结果；然而，如果公司基本面正在变坏，这就不是一个保守的策略。投入更多资金于不理想的投资对象是一种失策正说明了这点。保守型投资原则要求你一旦发现公司基本面发生改变，必须立即减少损失。这并不是需要立刻抛售。在本章的前文，曾经给出一个案例：在卖出有保护看涨期权的同时以更低的价格买入看跌期权。这是一个拯救策略，保护头寸以防价格下跌，同时当价格反弹时，产生潜在盈利。当买入看跌期权的费用与卖出看涨期权的权利金使开仓费用很少或者没有时，这是一个最实用的策略。

7.8　利用结转亏损的期权计划

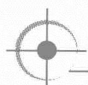
在下跌市场中使用期权的一个潜在的麻烦问题是可能的税收效应。如果你通过期权履约获得资本收益，这些收益需要征税。你是喜欢放弃账面利润还是推迟获得要征税的收入？重点放在税收延期方面。但是，实际上，如果这些税收来自创造的净利润，那么当年接收这些额外的税收是有好处的。

可选择的方法是持有成本高于当前市场价值股票，这将影响你当前的投资回报，并在某些情况下，将损失你的投资组合的头寸。如果利用期权改变盈利途径，那么你的状况将变好。例如，设你的实际税率（联邦税率加上地方税率）是 40% 。你的所有额外收入都将按照 40% 的税率征税，你的税后利润是剩下的 60% 。在这种情况下，你还会选择等待吗？

如果当年收入足够高，以致你愿意推迟兑现收入，那么你可能通过期权避免创造额外收入。然而，这样操作的结果是额外收入为零。如果你的投资组合能够创造额外收入，那么你将净获得其中 60% 的收入，而不是额外收入为零。

如果你有大量的结转亏损，那么你的当年盈利也可以完全被冲抵。由于每年仅有 3 000 美元的最大结存亏损冲抵的限制，需要很多年才能冲抵完巨大的结存亏损。第一种解决方法是利用保守型策略在当年兑现盈利。另一种方法是不使用期权，利用当年盈利对冲你想要处理的股票的损失。第三种方法是卖出将履约的、深度实值有保护看涨期权，以在确定的盈利水平下处置股票，同时冲抵部分结转亏损。在这种情况下，将不考虑资本的长期损失情况，因为目的是处置股票同时用完结转亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时间选择：匹配当年的盈利和亏损

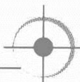
当谈到纳税结果的时候，提前计划是必需的。如果当年有大量的资本收益，那么你应该注意避免卖出实值有保护看涨期权，因为它可能将你的长期收益置于危险境界。这种结果可能是意料之外的。例如，如果你将一个卖出的看涨期权向前展期，变成实值期权，但没有意识到它的结果。当期权履约时，那么你将只能获得大量的短期收益而不是长期收益。其结果是税收负担将多于你在该策略中所获得的期权盈利。

即使不利用期权，时间也是税收规划的一个重要部分。如果你想出售现有的股票而购买具有更高盈利前景的股票，计划将损失以部分冲抵预期当年兑现的巨大盈利。通过提前计划，你可以对同一年的盈利和损失进行匹配，以使任何方面的影响最小化。如果向前展期大额的结转亏损，那么这些亏损可以用来冲抵期权交易的短期收益。

结转亏损应该被看做是投资组合的一个问题，也可以被看做是一个机会。作为一个问题，它代表你投资的零回报。每年你只能抵扣 3 000 美元，因此，如果你处理 30 000 美元的净损失，将需要长达 10 年才能冲抵完毕。90 000 美元损失的冲抵完毕将要花费 30 年。结转亏损也可以被看做是机会，因为在兑现逐年收入时，你不再需要担心税收问题。出售的时间安排不重要，因为盈利在一定程度上可用结转亏损冲抵。结转亏损冲抵越快，收益将越大。在征税方面，当盈利加速时，推迟税收负担的概念很容易理解。内生报酬收益率的计算也类似。通过组合收益，避免现金和其他价值（此处的“价值”包括冲抵盈利的收入）的闲置，实现收益最大化，同时不增加风险的情况下寻求最高收益。所以，巨大的结转亏损为兑现当年盈利的时间安排提供了灵活性。

税收使净利润的计算复杂化。这使得有必要在净税收基础上考虑收益和损失的各个方面。如果你没有提前有所计划的话，那么少量的收益确实能变成净损失。在考虑税收和交易成本的时候，一些期权交易者更愿意交易大量的期权而不是单个合约。对于你的期权保守投资策略来说，使用多少个合约是一个复杂的问题。这主要取决于你持有的股票数量和你愿意将增持的数量。在单个合约中所运用的策略也能够很容易地运用于多个合约之中。只要股票头寸数量和期权头寸数量之间的关系保持一致，那么风险将是一样的，至少对空头头寸而言是这样的。当你打算买入期权的时候，风险的问题将发生变化。你购买的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



约越多，你暴露在市场中的风险也就越大，因此你需要在风险的货币价值与多头头寸的潜在收益之间寻找平衡点，你也必须理解所使用的期权策略的税收规则。

多样化的期权策略也扩大了投资策略的范围。你可以利用展期策略等量增加卖出看涨期权的数量。如果你拥有 1 000 股股票，那么你可以利用你所希望的多种向上展期合约替代单个的期权合约。这提供了一种信用交易，从而有效地避免了期权的履约。当你持有多种大量的股票时，保守的期权策略也可以增强潜在盈利能力，同时甚至可能降低风险。例如，你可以用不同的敲定价格和不同的到期日卖出一系列有保护看涨期权。这些策略可能不能节省交易费用，但是，通过使用保守型期权策略，特别是有保护看涨期权策略，确实能增加利润和盈利潜力。

下一章将解释保守型期权组合投资策略。该策略可以用来显著地减少股票成本，创造当期收益，不增加市场风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章

组合保守型策略

运用包括套利和跨式套利的组合期权策略可以获得丰厚的回报。运用跨式卖出套利，可以获得高于市场平均水平的当期收益率。不过，在运用这些交易技巧时，须谨记两点：一是如此策略涉及复杂的税收规定，将有可能危害到投资者的长期资本收益状况；二是只有在基本前提仍然有效的情况下，风险水平才是保守型的。所谓的“基本前提”包括投资者愿意买入更多股票，当期权出现履约时将会接受履约，以及坚信公司基本面保持强劲增长等。

期权交易者大量运用各种策略，组合使用空头和多头组合期权，希望应对各种形式的价格波动（或价格没有波动），用以对冲股票头寸（包括空头头寸和多头头寸）的风险。其中，大部分策略并不适合，不过，有一些组合期权策略却可以在不增加市场风险的同时使收益最大化。

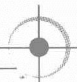
大部分策略总是利用短期期权，但是由于短期期权距离到期日时间太短，其实用性很差。在长期股票期权（LEAPS）出现后，情况大有改观。由于长期股票期权最长期限长达 36 个月，这使得复杂的策略能够从理论转入到实际应用中。对于投机者而言，长期股票期权的出现使他们能够承担更大的风险以获取高于市场平均水平的盈利或亏损。对于保守型投资者而言，长期期权则能够提高当前潜在的收益，不用过多地考虑期权到期的因素。

本章我们首先将简要介绍各种期权组合策略及其使用范围。接着我们将举例分析保守型投资者适用的、非常有吸引力的一些组合策略：不增加市场风险，却获得高于市场平均水平的收益。

8.1 套利技巧

第一个最常见的组合策略就是套利；同时买入或卖出两个或更多的期权头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寸，其标的物为同一支股票，但期权到期日不同，或者敲定价格不同。更复杂的套利组合则包括到期日和敲定价格均不同。

期权领域有其专门的术语来描述特定的策略和头寸。例如，套利可分为垂直套利、水平套利或者对角套利。垂直套利组合中各期权的到期日相同，但敲定价格不同。水平套利则刚好相反——敲定价格相同，但期权到期日不同。对角套利则是敲定价格和到期日都不同。上述三种套利模式如图 8-1 所示。

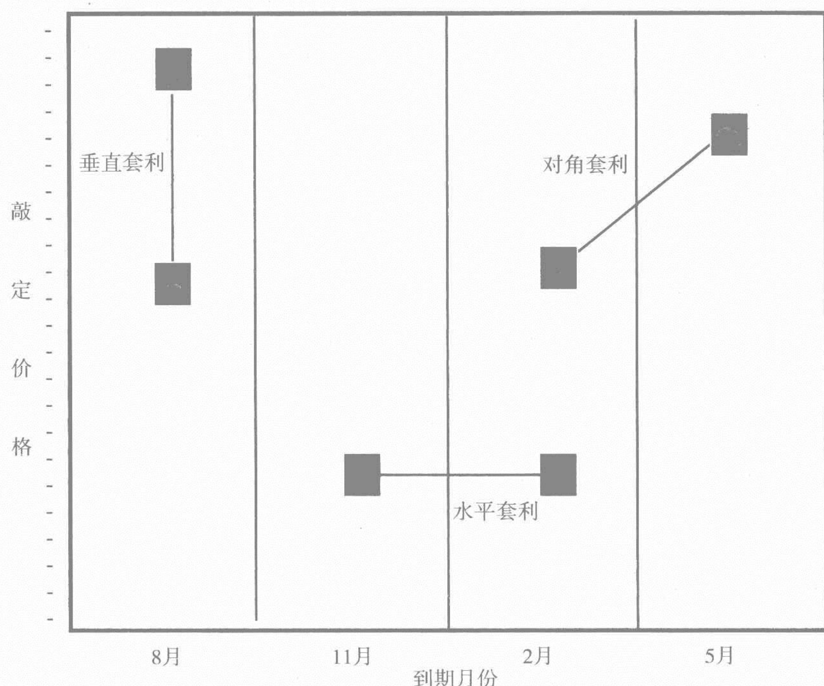
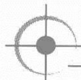


图 8-1 套利类型

观察每一种套利类型的图，你可以直观地看到各种套利是如何进行的。另外，套利也可以按其他方法分类。例如，牛市套利能在标的股票价格上涨时盈利，熊市套利则在标的股票价格下跌时盈利。盒式套利是同时构造牛市套利和熊市套利。选择运用以上哪个套利策略取决于投资者对于股价从建立头寸至期权到期日之间如何变动的预期。不过，除了极少数情况之外，大多数情况下投资者需要付出成本（买入期权）或承担市场风险（卖出期权），所以，套利策略对于一般的保守型投资者并不适合。买入的期权所付出的期权费若高于卖出期权所收入的期权费，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



则称为借方套利（换句话说，就是投资者付出了成本用以构造这样的组合）；反之，卖出期权收入的期权费高于买入期权付出的期权费则称为贷方套利。

复杂的套利术语

术语比基本的定义要复杂得多。例如，比率日历套利指期权多头头寸和空头头寸的数量不相同。又如，作为复杂的拯救策略的一部分，投资者相信股价未来能够上涨，买入一系列看涨期权，同时卖出敲定价格更高的看涨期权，以部分对冲（或锁定）那些买入期权，这能够在降低成本的同时在股价上涨中受益。比率日历组合套利涉及了盒式套利中更多数量的多头期权和空头期权之间的一个比率。使用期权的保守型投资者很少用这种复杂的套利组合。然而很多情况下，在不同时间开设一系列简单的期权头寸，可能最终得到复杂的套利组合。关键之点是投资者如果充分了解期权策略的话，很可能从一开始就不会使用它。

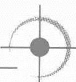
最复杂的一类套利组合叫做蝶式套利。这个组合包含三部分，买入一个敲定价格在中间的期权，同时卖出两个期权（一个敲定价格高于买入期权的敲定价格，另一个敲定价格低于买入期权的敲定价格）。构造蝶式套利的目的是损失控制在一定范围之内，不过同时也限制了盈利的空间。对于这样的头寸组合，很难判断他们是否正确，这类头寸通常是一段时间内随着标的股票价格变化构造的一些不复杂的套利头寸累积而来。

8.2 跨式套利策略

由于套利包含敲定价格、到期日或者两者兼有的变动，因此，跨式套利要求敲定价格和到期日相同。构造跨式套利组合，需要买入相同数量的看涨期权和看跌期权（构成多头跨式套利）或者卖出相同数量的空头和看跌期权（构成空头跨式套利）；无论哪种情况，期权的敲定价格和到期日必须是一致的。

运用多头跨式套利策略，当价格维持在一定范围内波动时，投资者将承受损失，若价格上涨或下跌到该范围之外，投资者都可以获利。例如，多头跨式套利总开仓成本为 11 点（1 100 美元），那么，股价波动（上涨或下跌）达到 11 点，才能盈亏相抵。只要价格变动在这个区间之外，该组合就能够获利，但是如果直到到期，股价都一直在 11 点区间内波动，那么投资者就会面临亏损。投资者可以将其中一个头寸平掉，而保有另一个头寸。如果标的股票股价上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一定幅度后，看涨期权能够盈利，那么就应该将看涨期权平仓，剩下看跌期权。如果股价下跌，操作则相反。若卖出多头跨式套利，最好的结果就是股价双向波动，使得双边都能够实现盈利，不过这个多头跨式套利头寸极具投机性。

保守型卖出跨式套利和高回报率

卖出跨式套利指同时卖出两个敲定价格和到期日相同的期权合约。数量相同的看涨期权和看跌期权形成一个中等宽度的获利区间和该区间之外的潜在亏损区间，例如，投资者持有空头跨式套利头寸，收入 9 美元的权利金，那么该投资者的获利区域则为敲定价格上下 9 美元的区域。超出这个区间之外，投资者就会出现亏损。对于卖出跨式套利头寸的投资者来说，比较头疼的是某一边头寸总是会处在平值或者实值，因此不时地有可能面对履约的要求。为避免履约，投资者可以将组合中的期权展期，将卖出的看涨期权向前和向上，将卖出的看跌期权向前和向下。如果投资者持有标的股票，而且对应每 100 股股票仅卖出 1 手看涨期权，那么这个头寸风险就非常小。然而，如果投资者没有持有对应的 100 股股票，那么这种卖出跨式套利风险很大，因为看涨期权的头寸处于风险敞口中。

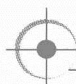
这种卖出跨式套利是第 6 章提到的替代策略的变形，即“购买股票的另一种选择”，因为该组合可能导致投资者卖出所持有股票（有保护看涨期权），并可能被履约而买入更多股票（无保护看跌期权）。由于权利金收入比较可观，因此，卖出跨式套利对于保守型投资者来说仍是可行的。本章后面会提到，风险更小的一种策略——不增加投资者承担的市场风险使收益最大化。

8.3　多头或空头头寸

复杂的期权组合策略最大的问题是每个期权都有较高的风险。买入看涨和看跌期权需要股价大幅波动；即使在借方套利（付出的成本超过收入）的情况下，也必须与时间价值赛跑；卖出看涨和看跌期权的情况下，则面临更多的市场风险：卖出无保护看涨期权对于保守型投资者而言可能风险最大，显然不是好的选择；卖出看跌期权是否合适则取决于投资者对于标的股票的看法，包括对标的股票的基本面强弱判断以及投资者自己是否愿意以敲定价格买入股票。

当多头和空头头寸混合应用时，价差交易和跨式套利组合变化可能产生出保守型投资策略。上文我们已经提到过一些策略，例如，想规避比率卖出带来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



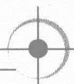
的市场风险，投资者可以再买入一份看涨期权，该看涨期权的敲定价格应高于比率卖出中期权的敲定价格。例如，投资者持有300股股票，可以在卖出4手敲定价格在50美元的看涨期权的同时，买入敲定价格在55美元的看涨期权，这个敲定价格高出比率卖出构造头寸的敲定价格5个点，通过这样的组合可以对冲手中无保护空头期权的风险。卖出看涨期权收入权利金2 200美元，买入看涨期权花费100美元，那么在不考虑交易手续费情况下，投资者收入2 100美元。以较高价格买入的看涨期权头寸可以看做是对市场风险进行的保险。如果股价上涨，卖出的4个看涨期权履约，那么投资者用手中的300股股票和买入的看涨期权刚好可以应对履约，这样，投资者损失500美元(（55美元－50美元）×100)。不过有两点值得注意：①一开始投资者收入了2 100美元的权利金；②500美元的损失胜过期权履约和产生更大的损失。这是管理比率卖出期权的方法，能够将潜在风险的策略转变为相对安全的策略，适合保守型投资者。

组合多头头寸和空头头寸

另一个运用期权组合的例子就是在下跌的市场中，买入看涨期权的同时，卖出看跌期权。这个组合有很多好处：首先，买入看涨期权的成本可以通过卖出看跌期权来弥补；第二，如果股价下跌，看跌期权将履约，那么投资者手中的股票均价可以摊低。其均价是扣除权利金收入后，最初买入股票的价格与以敲定价格履约而新买入的股票之间的均价。第三，如果股价上涨，投资者可以将看涨期权获利卖出或行权——以低于市场价的价格买入更多股票，同样拉低股票均价。像这样的投资策略，假设你愿意为看跌期权履约，是一种非常保守的策略，一方面，它的成本很低，或者是零成本（某些情况下，甚至能够有权利金净收入），另外，无论价格如何变动，这样的策略都具有一定的优势。考虑到它的零成本，即使价格没有任何满意的波动，结果也是令人满意的。

买入看跌期权来保住股票的账面收益、规避价格下跌的风险是一种可行的策略。不过可以考虑其他多头和空头组合策略：买入看跌期权，同时卖出看涨期权。这种组合情况下，投资者在股价下跌时受到双重保护：第一，买入的看跌期权能够一对一地弥补股价下跌亏损，投资者可以要求行权，以高于市场价的价格卖出股票；也可以不卖出股票，单将期权头寸获利平仓。这是该保险策略最吸引人的特点。第二，投资者卖出有保护看涨期权可以弥补部分或全部买入看跌期权的成本，从而以零成本保护自己的股票收益，而且一定程度上可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



降低股票的平均成本，因为卖出看涨期权获得的权利金高于买入看跌期权支付的权利金。需要记住，时间对于期权的空方有利。可保护看涨期权可以获利了结，也可以到期作废，或者到期履约。如果股价持续上涨，那么投资者也可以将期权向前和向上展期，并将敲定价格提高，以避免履约。

在以下三类市场情况下，你可以运用期权组合对投资组合进行持续地保守型管理。

（1）在上涨市场中，不卖出股票但要保护或变现账面收益；

（2）市场波动有限，可以通过可保护看涨期权提高当前的收益水平；

（3）在下跌市场中，通过期权操作摊低股票均价，和将亏损转为账面收益，或实现收益。

8.4 理论与实践的差别

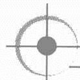
长期投资组合中，投资者运用期权时应该充分考虑自身的保守型风险偏好以及运用期权可能出现的所有结果。例如，不管投资者卖出看涨还是看跌期权，都必须明白履约的结果。

运用期权进行保守型投资的主要原则在于，不管运用什么期权组合，期权的标的股票必须为投资者按照自身标准选出的合适股票，并且已经持有或者希望持有，投资者愿意持有该股票作为长期投资。非保守型期权组合策略过于复杂，尽管这类策略的账面收益看起来可能不错，不过他们并不总是能够轻松地获得那么高的收益，因为股价很少向希望的方向变动，也可能变动得不像预期的那么快，高收益往往与高风险相伴。市场上的投机商（尤其是不熟练的投机者）往往只关注高收益，而忘记高收益的背后存在着高风险。在非常复杂的期权组合中，最小的损失通常与最小的收益相对应。在计算期权头寸的成本时，投机商经常会发现，交易成本常常造成了账户的净亏损。

8.4.1 简化操作

值得投资者采用的保守型投资原则是将期权组合尽量简单化。任何一个期权组合策略的备选方案都要遵循保守型投资者的投资宗旨：选择高质量、高成长性的股票，长期持有，只有在基本面发生变化的情况下才卖出股票。如果期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权策略过于复杂，或者难以理解，应该尽量避免使用。有大量值得投资者试一试的保守型期权策略，可以保护账面收益、抵消市场下跌风险和作为暂时替代买入股票的方法；通过特定的期权组合，投资者无须承担更多的市场风险。

风险分析对于使用期权组合策略的投资者来说至关重要。通过风险分析，投资者可以判断特定的投资组合相对于其承担的风险而言是否合适。这样的分析通常还包括对可能出现的结果进行评估，并且对潜在的市场风险及其他风险（例如，丧失机会的风险）对应的可能收益进行比较。

在进行风险分析时，要在决定是否实施期权组合前考虑可能最坏的结果。由于不同的期权组合可能包含的内容不同（如有的可能包含卖掉股票，有的则不包含），所以，真实结果的比较存在困难。因此分析各种可能出现的结果可以保证投资者面对最终任何结果都会满意。例如，在行情下跌时，投资者想要卖出看跌期权，最差可能出现的情况就是股票价格不断下跌。卖出看跌期权在以下几个条件存在时，可以被看做是保守型投资策略。

（1）目前股票的价位仍然合理。

（2）如果看跌期权履约，其敲定价格有吸引力。

（3）权利金收入很高，足以匹配空头部位的风险。

（4）如果看跌期权履约，你将得到一个具有吸引力的摊低后的均价。

（5）你愿意买入更多标的股票。

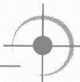
如果以上几个条件没有满足，你卖出看跌期权就失去了意义。

8.4.2 预期结果的最大风险分析

根据自己的投资标准，最坏可能结果必须视作一种预期结果。例如，如果你的选择满足自身投资标准，但是到期日距离现在太久，可能会犹豫是否要把资金占用那么长时间。当卖出看跌期权时，你必须保证拥有资金以备履约，那么这样就会产生丧失机会风险——市场出现买入机会的时候，你却不能动用这笔资金，因为这部分资金已经被用来保证卖出的看跌期权能够得以履约。如果这部分资金被占用（距离到期日尚远，你不知道自己在未来几个月里是否需要动用资金），那么你可能将重新考虑是否要卖出看跌期权。

同样的问题也会出现在卖出看涨期权的情况下。你卖出的每手看涨期权都必须有 100 股股票相对应（除了比率卖出期权策略），否则你面临的市场风险就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会非常高。有可能会发生这样一种情况——在卖出看涨期权之后，该期权到期之前，你想要卖掉股票。当股票价格上涨时，这种可能性会非常大，这时候看涨期权的权利金价值也会随着水涨船高。只有当愿意持有头寸直到履约或者到期，或者期权失去价值时投资者能获利了结，这时卖出看涨期权才是可行的。

在风险分析过程中，你不但要考虑所持头寸是否能够获利，还要考虑这个头寸是否会影响你的投资判断。如果你认为持有期权的空头头寸时间不合适，或者认为头寸持有期限过长，就应该重新考虑投资策略。也许你需要使用更短期限的期权。事实上，从对不同期限的期权年化收益率进行研究的结果来看，距离到期日越短的期权，其年化的收益率反而越高。例如，在第 7 章“下跌市场中的期权策略”中，我们比较了联邦快递公司 2 个月到期的看跌期权和 5 个月到期的看跌期权。敲定价格接近市价的话（例如敲定价格为 80 美元和 75 美元），2 个月到期的期权的收益率明显高于 5 个月期权的收益情况。不过在极度虚值的情况下，5 个月期权的收益则比 2 个月期权的收益好一些。这说明，距离到期日的时间长短与时间价值权利金的相关性，同时也要注意到当前市场价格与敲定价格接近程度对年化收益率的影响。年化权利金的多少应该根据头寸持有期的长短来衡量。

8.5 期权组合策略面临的税收问题

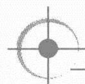
组合策略的复杂性只是投资者需要解决的众多问题中的一个。作为保守型投资者，也许更偏向于简单的投资策略，因为简单的投资组合策略风险比较低。另外，税收方面的问题也可能促使你避免采用复杂的期权组合策略。

一些期权组合可能无意识产生“虚假抛售”，而使你无法将盈亏记入特定年度。因跨期套利而创造的冲消头寸可能使长期持有股票的长期资本收益为损失状态。根据美国国税局对“冲销头寸”的定义，这样的头寸需要大幅降低损失的风险，而根据法律会对其资本收益进行一定的惩罚。根据定义，保守型跨式套利只有在以下条件满足时才有意义：首先，期权头寸能够大幅降低所持头寸的风险；其次，在税收规定下根据冲销头寸的定义，你无需为了防止下跌而保护股票。

“反跨式套利”相关规定及其影响

税收政策规定，如果违反了 30 天“虚假抛售”规则，那么交易的结果将是你卖出股票的长期收益地位不被承认，同时亏损不能延期。按照定义，当年度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的损失被后续头寸的头寸（例如跨式套利的另一个头寸）抵消，损失应该可以延期和从后续头寸的成本中扣除。这个限制同样适用于期权头寸的亏损、交易成本以及保证金利息。

这就是所谓的“反跨式套利规则”，其税收制度非常复杂，而且就是为了限制使用期权来创造当年亏损、增加未来年份的盈利。然而，这同时也限制了投资者在保守型投资组合中合理地运用复杂跨式套利策略。策略过于复杂，本身就是一种风险——我们称之为“税收复杂性风险”，它使复杂的期权组合变得非常麻烦。这个风险令你可能导致陷入长期资本收益受损状况，有时候还可能导致极高的税负率。每个使用复杂期权策略的投资者，包括持有实值有保护看涨期权或跨式套利头寸的人，都应事先就税收问题咨询税务专家，看运用期权是否值得，因为使用期权可能使长期投资的股票税务状态复杂化。即使投资者有了税务专家的帮助，并且在他们的帮助下制订每年的投资计划，有关期权交易的特殊规定也仍有可能增添变数。投资者不能单单选择一个投资策略就去执行，还需要了解它会如何影响自己的税务情况。

8.6 赢取高收益的投资策略

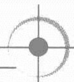
避开过度复杂、风险不明、税收复杂的投资策略是非常明智的选择，不过这样的话，很多期权投资策略就不再合乎要求：这一点，保守型投资者和投机者之间的区别非常明显。同样，有的投资者喜欢简单的投资策略，有的投资者则更喜欢奇异的、复杂的、难以理解的投资策略。有些投资者就是因为喜欢复杂的期权投资策略而使用期权，而不是为了获利。

有一种投资策略尤其受到投资者的喜爱，因为它能够立刻带来收益，同时还不复杂，而且没有增加市场风险，这就是经调整的跨式套利策略。跨式套利是同时卖出具有相同敲定价格和相同到期日的看涨期权和看跌期权。调整过的跨式套利策略就是卖出有保护看涨期权和无保护看跌期权。不同于跨式套利，我们卖出的两个期权不具有相同的敲定价格，而是选择虚值期权来构造这个空头组合。投资者可以不用担心在很可能履约的情况下持有期权空头头寸。

保守型投资者的基本前提总结

为了让调整过的跨式套利有效，必须遵守以下 10 条规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（1）必须愿意接受有保护看涨期权履约。像所有保守型投资策略中包均含空头头寸一样，你必须为履约的那一刻作准备。如果你不愿意履约，那么这个策略对你的投资组合来说显然并不适合。

（2）看涨期权履约后，你的股票能够获利卖出。如果股票亏损卖出，则毫无理由去卖出有保护看涨期权。因此，投资者需要确认卖出的有保护看涨期权敲定价格高于持股成本，两者之间的价差越大越好。

（3）愿意接收卖出的看跌期权履约。你应该明白卖出的看跌期权有可能履约。在你看来，看跌期权的敲定价格应该是一个非常合适的买入价格。例如，如果你的看涨期权的投资策略确定，如果股价下跌到合算的水平上可以继续买入股票，那么卖出看跌期权可以实现同样的目标。

（4）你应有足够的资金，以备看跌期权履约。经纪商会要求你在账户中存放足够的资金以备履约。即使你运用保证金交易，在未来履约时可以杠杆买入股票，也仍然需要在账户存放一些资金。

（5）你认为看跌期权的敲定价格是一个非常合适的买进股票的价格。这降低了履约的可能性；即使履约，你仍预期股价将回到其支撑线以上的区域。

（6）根据你预期的股票交易区间选择敲定价格。策略必须与股票近期的交易区间相协调。最适合于这种策略的股票是股价呈现连续稳定地上涨，且仍然在相对狭窄的交易区间内波动。这种情况下，卖出的看涨和看跌期权被要求履约时，投资者都可以有利可图，当然，最好的结果就是不用履约，从而可以连续卖出。

（7）卖出两个期权收取的权利金都很有吸引力。为了合理地组合期权头寸，权利金必须处于合理水平。在这个策略中，你持有两个期权空头头寸，距离到期日越长，履约的概率越高，不过展期策略可以让你避免履约，并有足够时间能够将两个头寸全部获利了结。

（8）敲定价格与市场现价的价差处于理想水平。当前股价应该正好在看涨期权和看跌期权的敲定价格的正中间，或者在两敲定价格平均值上下 1 美元区域内。如果敲定价格为 45 美元和 55 美元，那么标的股票当前的股价最好是每股 50 美元（在下面的例子中，为了描述方便，我们限定期权敲定价格至少是虚值 5 美元以上）。

（9）标的股票的基本面已经通过你的评估。在决定买入股票和继续持有股票之前对股票进行评估是非常必要的，本投资策略也只在投资者愿意买入股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或继续持有股票的情况下才有效果。

（10）你估计到所有可能出现的结果，并且认为该策略可以采用。考虑到所有可能的结果，包括像股价跌至看跌期权敲定价格以下而承担账面亏损时的状况。你的比较分析应该基于没有卖出期权而简单持有股票的结果。

8.7　实际操作举例

这个组合投资策略需要以下几个步骤。

8.7.1　确定投资组合

我们用投资组合模型中的10支股票。采用前文所述的案例中一样的股票，我们将在下面的举例中展示在各种情况下组合策略如何运作。

8.7.2　选择到期日

运用我们的股票组合模型进行对比分析。假设所选期权的到期日在15个月或者27个月。实际操作中，你可以将两个期权的到期日进行调整。对于本策略，没有特别规定要求两者的到期日必须一致，除非投资者自己设定在未来某个日期将这个投资策略平仓了结。

8.7.3　评估交易区间趋势

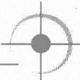
下一步就是观察各支股票的价格交易区间。我们发现在过去12个月里，各个股票的交易区间表8-1所示[㊀]：

表8-1　各股票的交易区间

股票名称	交易区间/美元
克劳克斯	45～55
可口可乐	35～55
艾克森美孚	35～50

㊀ 超过52周的价格区间，四舍五入至最接近5个点的增幅。资料来源：http：//www. schwab. com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

股票名称	交易区间/美元
房利美	60～80
联邦快递	65～95
通用动力	85～100
J. C. 彭尼	25～40
百事可乐	45～55
华盛顿互惠银行	35～45
施乐	12～17

8.7.4　寻找合适的期权及敲定价格

下面，我们来看看市场上可以利用的股票期权。我们来看 15 个月和 27 个月长期看涨期权和看跌期权，选出其中的虚值期权。对于大部分股票，我们限定选择虚值至少 5 个点以上的期权（除了股价波动区间最高的通用动力和最低的施乐，前者选择虚值 10 个点的期权，后者选择虚值 2.5 个点的期权）。

为了分析可用的期权，我们将市场上查到的符合我们标准看涨和看跌期权总结于表 8-2。

表 8-2　各股票组合看涨期权和看跌期权的卖出策略

公司名称*	代码	当前价格/美元	15 个月期期权		27 个月期期权	
			看涨期权	看跌期权	看涨期权	看跌期权
克劳克斯 60 看涨期权/50 看跌期权	CLX	55.91	2.85	2.15	5.10	3.80
可口可乐 45 看涨期权/30 看跌期权	KO	38.90	1.05	0.50	2.15	1.20
艾克森美孚 55 看涨期权/40 看跌期权	XOM	48.70	1.45	1.10	2.70	1.80
房利美 80 看涨期权/60 看跌期权	FNM	67.65	2.85	4.90	4.80	6.60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

公司名称*	代码	当前价格/美元	15 个月期期权		27 个月期期权	
			看涨期权	看跌期权	看涨期权	看跌期权
联邦快递 95 看涨期权/80 看跌期权	FDX	87.78	5.90	4.50	10.10	6.70
通用动力 110 看涨期权/90 看跌期权	GD	100.01	5.60	4.60	9.60	7.20
J.C. 彭尼 50 看涨期权/30 看跌期权	JCP	38.20	—	1.45	2.50	2.35
百事可乐 55 看涨期权/40 看跌期权	PEP	48.48	1.20	0.95	2.30	1.70
华盛顿互惠银行 45 看涨期权/30 看跌期权	WM	38.43	1.10	1.30	1.65	2.05
施乐 17.50 看涨期权/10 看跌期权	XRX	14.32	0.80	0.50	1.60	0.75

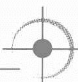
注：1. * 股票价格和权利金以 2004 年 10 月收盘价为基准。

2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

只看表 8-2 中的信息难以进行比较分析，主要因为以下几个原因：首先，没有年化处理，但是我们比较的期权具有显著不同的到期日、价格范围、股票价格与敲定价格之间价差。例如房利美和 J.C. 彭尼两个敲定价格之间的价差都是 20 个点，而施乐两个期权的敲定价格价差仅有 7.5 个点。两个期权敲定价格之间的价差水平一定程度上也反映了该股票的价格水平。其次，我们也尽量使选择的期权敲定价格与股价相差满足至少 5 个点以上差距的要求（施乐除外）。在 15 个月和 27 个月期权之间的选择，我们只有通过将收益率年化之后才能进行比较。表 8-3 显示了所挑选的敲定价格的组合卖出看涨期权和看跌期权及其年化回报率。

通过表 8-3，你可以同时看到不同股票以及不同到期日的期权组合策略的潜在回报率。不过需要注意的是，这个分析结果只假设期权到期价值为零时的收益情况。当组合中的一个或两个期权履约时，回报率将大不相同。例如，假如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

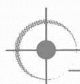


可口可乐敲定价格为 45 美元的看涨期权履约，敲定价格与市场价格之间的价差将是 6 个点；但是而当通用动力看涨期权履约的话，价差将是 10 个点。

表 8-3 组合看涨期权和看跌期权卖出策略的年化回报率

股票及期权期限*	（A）权利金之和	（B）当前股价/美元	（C）简单回报率（%）	（D）距离到期日的月数	年化回报率**（%）
克劳克斯		55.91			
15 月期	5.00		9.8	15	7.8
27 月期	8.90		15.9	27	7.1
可口可乐		38.90			
15 月期	1.55		4.0	15	3.2
27 月期	3.35		8.6	27	3.8
艾克森美孚		48.70			
15 月期	2.55		5.2	15	4.2
27 月期	4.50		9.2	27	4.1
房利美		67.65			
15 月期	7.75		11.5	15	9.2
27 月期	11.40		16.9	27	7.5
联邦快递		87.78			
15 月期	10.40		11.8	15	9.4
27 月期	16.80		19.1	27	8.5
通用动力		100.01			
15 月期	10.20		10.2	15	8.2
27 月期	16.80		16.8	27	7.5
J. C. 彭尼		38.20			
15 月期	—		—	15	—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

股票及期权期限*	（A）权利金之和	（B）当前股价/美元	（C）简单回报率（%）	（D）距离到期日的月数	年化回报率**（%）
27 月期	4.85		12.7	27	5.6
百事可乐		48.48			
15 月期	2.15		4.4	15	3.5
27 月期	4.00		8.3	27	3.7
华盛顿互惠银行		38.43			
15 月期	2.40		6.2	15	5.0
27 月期	3.70		9.6	27	4.3
施乐		14.32			
15 月期	1.30		9.1	15	7.3
27 月期	2.35		16.4	27	7.3

注：1. * 股票价格和权利金以 2004 年 10 月 22 日收盘价为基准；
2. ** 年化回报率计算步骤包含两步：
权利金之和（Col. A）除以股票价格（Col. B）得到简单回报率（Col. C）；
年化回报率反映期限为 12 个月的回报率 =（Col. C ÷ Col. D）×12
3. 数据来源：芝加哥权期交易所（CBOE）。

8.7.5 比较收益率

在作出最终决定之前还要进行最后一步比较——如果看涨期权履约，那么投资者收益将是股价与敲定价格之间的价差，而履约的年化回报率是按照当前股价计算的，还要考虑持有股票的原始成本，来确定这个组合策略是否匹配风险。

如果期权组合中的一个或两个期权价值下降并平仓，或者期权向前向上展期（看涨期权）或者向前向下展期（看跌期权），该投资策略的收益率将会发生变化。这些可能发生的变化给我们对股价及投资组合的最终结果之间的准确比较带来了很大困难。不过，如果我们对结果进行一定处理，就可以比较不同操作结果了，详情见表 8-3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

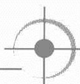


表 8-3 最后一列表明，实际上，对于 15 个月到期的期权组合而言，房利美和联邦快递操作效果最好。这个结果反映了分析比较的复杂性。我们假设期权同时到期，让操作结果可以相互比较。不过这个比较过程没有将股息纳入考虑，有些比较方法是将这项也考虑进去的。例如，芝加哥期权交易所就提供股息收益率数据。这项参数会给结果带来很大变动。房利美每年的股息收益为 3.1%，而联邦快递则为 0.3%。因此，如果我们将年化的股息收益率考虑到投资组合的收益中去，那么就得到不同的比较结果，如表 8-4 所示。

表 8-4 投资组合中考虑股息收益率的收益比较表

股票	年化权利金收益率（%）	股息收益率（%）	总收益（%）
房利美（15 个月）	9.2	3.1	12.3
联邦快递（15 个月）	9.4	0.3	9.7

应用组合空头期权策略情况下，2 支股票的年化收益率都会比较高，不过考虑了股息收益率后，房利美收益率有吸引力。另一个该股票受欢迎的原因在于其当前股价与期权敲定价格之间的价差非常诱人，达到整整 20 点（高于除了通用动力和 J. C. 彭尼之外的所有股票）。

8.7.6 为卖出组合策略选择股票

构造投资组合的最后一步就是选择最终要买入的股票。假设你已经对投资组合模型中的股票跟踪了一段时间，但还没买入其中任何一支，那么假设在各个股票基本面都一样的情况下，你会很轻易地挑选出房利美或联邦快递。

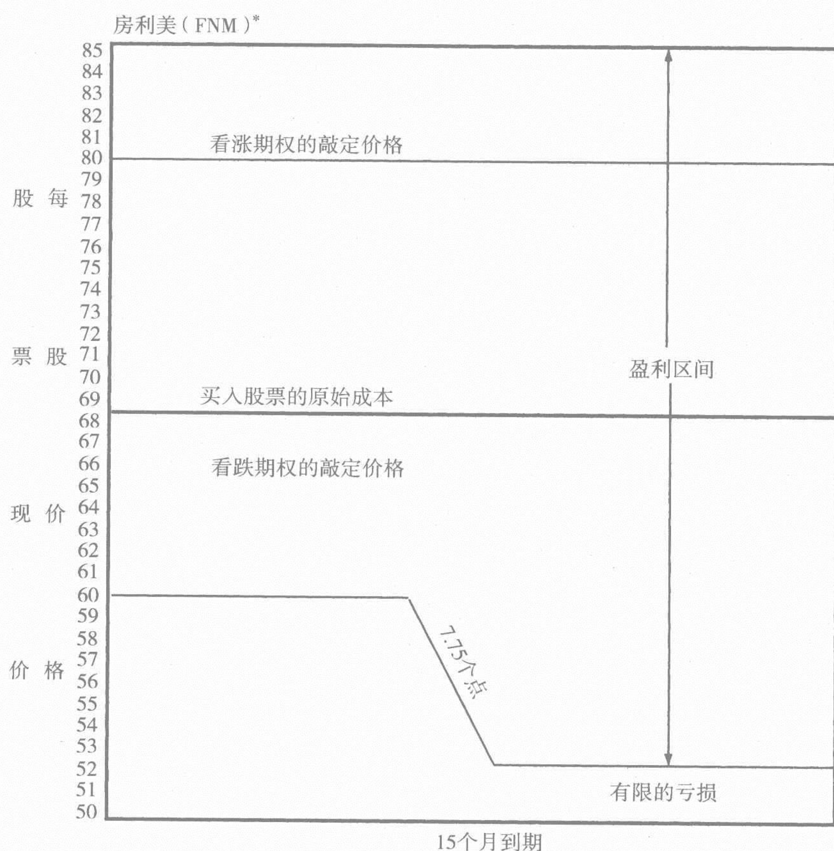
假设你买入了 100 股房利美，买入价格为 67.65 美元，同时卖出 15 个月期的看涨期权（敲定价格 80 美元）和看跌期权（敲定价格 60 美元），如表 8-5 所示。

表 8-5 投资策略示意表 （单位：美元）

以 67.65 美元买入 100 股房利美	6 765
卖出一份 15 个月期看涨期权（敲定价格 80 美元）	-285
卖出一份 15 个月期看跌期权（敲定价格 60 美元）	-490
净成本（未计交易成本）	5 990

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在当前股价为每股67.65美元的基础上，投资策略盈亏情况如图8-2所示。

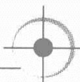


注：* 基于2004年10月22日的收盘价。资料来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

图8-2　卖出期权组合的盈亏区间

本策略的盈利区间等于两个期权敲定价格之间的价差加上卖出看跌期权收到的权利金。这个盈利区间可以说非常大，而且这还不包含股息收入（股息收益率能够帮助投资者更好地分析和比较各个股票的潜在收益率，不过股息收入在比较期权回报时未作考虑）。股价上涨则投资策略不会出现亏损区间。万一看涨期权履约，那么你手中的100股股票就会以80美元的价格卖出，资本利得每股12.35美元，收益率达18.3%（如果期权是在到期日前一个交易日履约，那么年化的资本利得收益率为14.6%）。若看跌期权履约，那么你将持有的股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成本应为原先买入股票的成本与看跌期权敲定价格之间的均价。你初始买入股票的价格为 67.65 美元，履约时在 60 美元再次买入 100 股股票，平均成本则为每股 63.83 美元。也就是说，若 2 个期权均履约，要么是原先买入的 100 股股票以 80 美元的价格卖出，要么就是你以 60 美元的价格再买进 100 股股票。

在这个交易策略中，组合卖出看涨期权和看跌期权收到的权利金使你初始买入股票的成本降低到了每股 59.90 美元，获利区间一直延伸到 52.25 美元的价位，这个价位等于 60 美元的敲定价格减去 7.75 美元的权利金。

只要你乐意接受任何一个期权履约，那么交易产生的所有可能结果都将会获利。万一看跌期权履约，其履约看来应该是很好的买入价格，房利美公司过去 12 个月的交投区间在 60 ~ 80 美元，以 60 美元买入股票应该是不错的。而看跌期权履约情况下，52.25 美元的股票净成本则远远低于过去 12 个月的交投区间下限。

8.8　组合策略操作结果分析

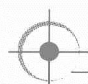
即使明确了期望的收益率之后，你仍然需要对未来可能出现的情况作出充分估计，并且确认自己将如何应对这些情况的出现。

在操作结果出来之前早作准备

你必须考虑在以下情况出现时应该如何应对。

（1）股价维持在两个期权敲定价格之间震荡。如果股价一直低于看涨期权的敲定价格，同时高于看跌期权的敲定价格，那么两个期权都不会履约。这有两种情况：第一种情况是股价确实持续维持在敲定价格区间之内震荡，而没有超出这个范围。在这种情况下，你可以持有期权直至到期作废，或者当其中一个或两个期权价格趋近于零时选择对冲平仓。期权到期或对冲平仓后，你可以同样的策略卖出更多的期权。第二种情况是当股价逐渐趋近两个期权敲定价格中的一个时，你可以将该期权向前展期以避免履约。不但将期限延长，期权敲定价格也进行一定地调整（看涨期权的敲定价格调高，而看跌期权的敲定价格调低）。如果经过展期的期权最终履约的话，那么就意味着可以更高的价格卖出手中的股票（看涨期权履约）或者以更低的价格再买入 100 股股票（看跌期权履约）。你可以在不改变投资风险的情况下将期权空头头寸对冲平仓，也可以将其展期。那么，什么情况下才不会改变你的投资风险呢？那就是对应每一份卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



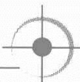
出的看涨期权，你必须持有 100 股股票。这样的投资组合具有很大的灵活度，当股票价格向某个价格目标接近时，你可以选择向前展期、对冲掉当前头寸，或者改变期权到期日或调整敲定价格的高低。对于看涨期权和看跌期权的处理是完全独立的。由于没有改变投资者面临的市场风险，还能给投资者带来丰厚收益，可以说将卖出看涨期权和看跌期权组合起来的投资策略效果很好，且不受卖出期权的敲定价格和到期日的限制。

（2）两个期权都履约。如果标的股票的价格向上和向下震荡的幅度够大，且均达到实值，你持有的两个看涨期权和看跌期权都履约。这要求股票价格波动到实值区间，而且期权在到期之前就都已经履约，你最后将回到初始状态——持有 100 股股票。看涨期权履约，则你卖出原先持有的 100 股票，看跌期权履约，则你以每股 60 美元的价位再买入 100 股股票。因为两个期权的敲定价格之间价差达到 20 点，那么两个期权都履约之后，投资者会赢取 20 点资本利得以及权利金收入。本例中，投资者有 775 美元的期权费收入。如果投资者以每股 80 美元卖掉 100 股股票，而以每股 60 美元的价格上买入 100 股股票，那么就会赢取 2 000 美元的资本利得。由于你最后仍然是持有 100 股股票，没有期权空头，期权组合的收益显得非常可观。这种情况下，你可以再次构造同样的投资策略。

两个期权都履约时，最好的过程就是看跌期权先履约，看涨期权后履约，这样你就可以持有股票，待其上涨后卖掉。例如，原先你的成本为 6 765 美元（考虑到当时空头头寸的市场价值），那么以 60 美元买入股票是有吸引力的。这个过程就类似你买入 100 股股票，并设定了继续增持股票的价位——60 美元，到了价位就再买入股票，当股价达到每股 80 美元的目标价位时，则卖出持有股票。这与卖出期权组合投资策略的区别在于，可以获得更高的收益，同时，获利区间也被扩大。你并不是靠股票价格的波动来达到盈利目标，而是靠看涨期权和敲定价格得到收益，而股价变动方向则无关紧要。

（3）看涨期权履约，但是看跌期权未履约。投资者在每股 80 美元价位上卖出股票，但没有重新买入股票，看跌期权或是到期作废，或是对冲平仓，结果就是你资本利得 1 235 美元，再加上 775 美元权利金收入。这个结果的缺点就是你失去机会——享受股价上涨带来的好处。因为看涨期权履约是因为股价已经有一定幅度的升值，而履约之后你在获得收益的同时将不再拥有股票。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



果你经常能构造这样的投资组合获得高利益，那么就完全弥补了这个机会成本。

（4）看跌期权履约，但看涨期权未履约。如果看跌期权履约，那么你再次买入 100 股股票，由于原先股票成本价为每股 67.65 美元，再次买入股票之后，在考虑期权权利金收入之前，200 股的平均成本变为每股 63.83 美元。在考虑 775 美元的权利金收入后，股票的平均成本则为每股 59.95 美元：（6 765 + 6 000 − 775）美元 = 5 995 美元（200 股）。虽然当前股价价位可能低于股票净成本，我们应该注意到，你构造该投资组合之时有一些重要的观念——你认为每股 60 美元是买入股票的合理价位，而且因为该股票符合你关于股票长期基本面的要求，因此你乐于继续买入股票。可以通过卖出期权来持有 200 股股票，双倍增加未来的潜在收益。因此，你可以持有股票，等待股价反弹，这样可以确保卖出的期权头寸的履约结果能够获利了结。

（5）股价下跌在看跌期权敲定价格之下，并维持。这是最差的结果，不管你是不是卖出了期权。如果你单单是持有了 100 股股票，没有卖出期权头寸，那么你在面临股价下跌的时候亏损不会得到任何弥补；而如果卖出期权头寸，你的成本可以降低 7.75 个点，并很自然希望价格反弹回到原来价位。但是即使权利金弥补了部分亏损，这种情形可能需要一些拯救措施，我们将在本章后面详细讲解。

8.9 增强策略——空头跨式套利

根据之前的分析，如果看涨期权和看跌期权敲定价格相同，即构造一个跨式套利头寸，结果会怎样呢？你会发现，在两个期权中的一个或两个都履约的情况下，仍然有利可图。假设你卖出跨式套利头寸（即持有跨式套利空头），所卖出的看涨期权与看跌期权的敲定价格尽可能贴近股票当前的市场价格，那么期权带来的权利金收入将相当高。

我们再来看一下我们投资组合中的 10 只股票，并找到敲定价格与当前市场价格最接近的看涨期权和看跌期权，如表 8-6 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-6 保守型卖出跨式套利的股票

公司名称	代码	当前价格/美元	15 个月期期权		27 个月期期权	
			看涨期权	看跌期权	看涨期权	看跌期权
克劳克斯 敲定价格 50 美元	CLX	55.91	8.00	2.15	10.00	3.80
可口可乐 敲定价格 40 美元	KO	38.90	2.55	3.70	4.00	4.90
艾克森美孚 敲定价格 45 美元	XOM	48.70	5.80	2.30	7.00	3.30
房利美 敲定价格 70 美元	FNM	67.65	6.20	9.20	8.30	11.10
联邦快递 敲定价格 85 美元	FDX	87.78	10.90	6.30	15.00	8.60
通用动力 敲定价格 100 美元	GD	100.01	9.90	8.60	13.90	11.10
J. C. 彭尼 敲定价格 40 美元	JCP	38.20	3.90	5.20	5.70	6.40
百事可乐 敲定价格 50 美元	PEP	48.48	2.90	4.10	4.30	5.00
华盛顿互惠银行 敲定价格 35 美元	WM	38.43	5.00	2.80	5.40	3.80
施乐 敲定价格 12.50 美元	XRX	14.32	3.10	1.00	3.90	1.45

注：1. * 股价和权利金以 2004 年 10 月 22 日收盘价为准。

2. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

在分析中，采用年化回报率的方式比较投资收益比单纯用一份权利金的高低进行分析更加合理。显然，卖出一份联邦快递 27 个月到期的跨式套利组合可以收到 2 360 美元的权利金，而卖出一份施乐 15 个月到期的跨式套利则只能收到 410 美元的权利金，前者权利金看似比后者高出不少，但是实际上，单纯看卖出一份期权组合带来的权利金不能说明问题。事实上，施乐跨式套利的年化回报率要远远好于联邦快递。因此不应光看权利金的高低。你持有 600 股施乐股票，与持有 100 股联邦快递的股票所花费的资金是比较接近的，不过卖出 6 手施乐式套利头寸的权利金总和就会高于卖出 1 手后者带来的权利金收入。为了让比较更加合理，我们将各个股票的回报率分别年化，列于表 8-7 中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

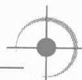
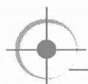


表 8-7 保守型卖出跨式套利的年化回报率

股票及敲定价格*	(A) 权利金之和	(B) 当前股价/美元	(C) 简单回报率 (%)	(D) 距离到期月数	年化回报率** (%)
克劳克斯 50		55. 91			
15 月期	1 015		18. 2	15	14. 6
27 月期	1 380		24. 7	27	11. 0
可口可乐 40		38. 90			
15 月期	625		16. 1	15	12. 9
27 月期	890		22. 9	27	10. 2
艾克森美孚 45		48. 70			
15 月期	810		16. 6	15	13. 3
27 月期	1 030		21. 1	27	9. 4
房利美 70		67. 65			
15 月期	1 540		22. 8	15	18. 2
27 月期	1 940		28. 7	27	12. 8
联邦快递 85		87. 78			
15 月期	1 720		19. 6	15	15. 7
27 月期	2 360		26. 9	27	12. 0
通用动力 100		100. 01			
15 月期	1 850		18. 5	15	14. 8
27 月期	2 500		25. 0	27	11. 1
J. C. 彭尼 40		38. 20			
15 月期	910		23. 8	15	19. 0
27 月期	1 210		31. 7	27	14. 1
百事可乐 45		48. 48			
15 月期	780		16. 1	15	12. 9
27 月期	1 000		20. 6	27	9. 2
华盛顿互惠银行 35	35	38. 43			
15 月期	780		20. 3	15	16. 2
27 月期	920		23. 9	27	10. 6
施乐 12. 50		14. 32			
15 月期	4. 10		28. 6	15	22. 9
27 月期	5. 35		37. 4	27	16. 6

注：1. * 股价与权利金以 2004 年 10 月 22 日收盘价为基准；
2. ** 年化回报率计算步骤包含两步：
权利金之和（Col. A）除以股票价格（Col. B）得到简单回报率（Col. C）
年化回报率反映期限为 12 个月的回报率 = （Col. C ÷ Col. D） ×12
3. 数据来源：芝加哥期权交易所（CBOE）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



8.9.1 为什么只关注权利金的高低会被误导

比较一下600股施乐股票和100股联邦快递股票，我们就会很清楚为什么只关注权利金高低是不对的。我们不但要比较年化回报率，还要比较投入的资金，如表8-8所示。

表8-8 600股施乐股票和100股联邦快递股票净成本的比较

（单位：美元）

股票	股票成本	权利金	净成本
联邦快递100股	8 778	2 360	6 418
施乐600股	8 592	2 460	6 132

这个简单的比较说明年化回报率是很关键的指标。本例中，权利金绝对值比较高的联邦快递只能带来12.0%的年化回报率，成本只能下降到6 418美元；而施乐可以带来22.9%的年化回报率，而且600股股票的净成本下降到6 132美元。成本更低，收入更高。

回到表8-7，我们很容易就能发现，15个月期的期权组合年化回报率毫无例外地高于27个月到期的期权组合。这确实没错，不仅因为前者年化回报率更高，而且因为其交易期少于12个月。

卖出跨式期权组合可以获得相当高的年化投资回报。不过，运用这种投资策略，很容易履约。如果你接受这一前提——看涨或看跌期权都可接受履约，那么你卖出跨式期权组合就会收效斐然，尤其是在卖出的看涨期权和看跌期权敲定价格尽可能地接近标的股票市价的情况下。我们的投资组合中，只有通用动力是唯一一支满足这个要求的股票。而像克劳克斯，我们只能选择50美元作为敲定价格是因为没有敲定价格为55美元的15个月期期权。我们尽可能选择接近平值的期权，这样可以将投资收益率最大化。

投资收益率最高的是施乐15个月期跨式期权组合，年化回报率达到22.9%。因为卖出跨式期权组合可以收入4.10美元的权利金，那么使得股票的成本由当前市价14.32美元下降到10.22美元，成本下降幅度非常明显。其他股票也有不同程度的投资收益。为了保持分析的一贯性，我们对15个月期的房利美的跨式期权进行总结，期权敲定价格为70美元，年化回报率达到18.2%，如表8-9所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

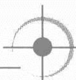
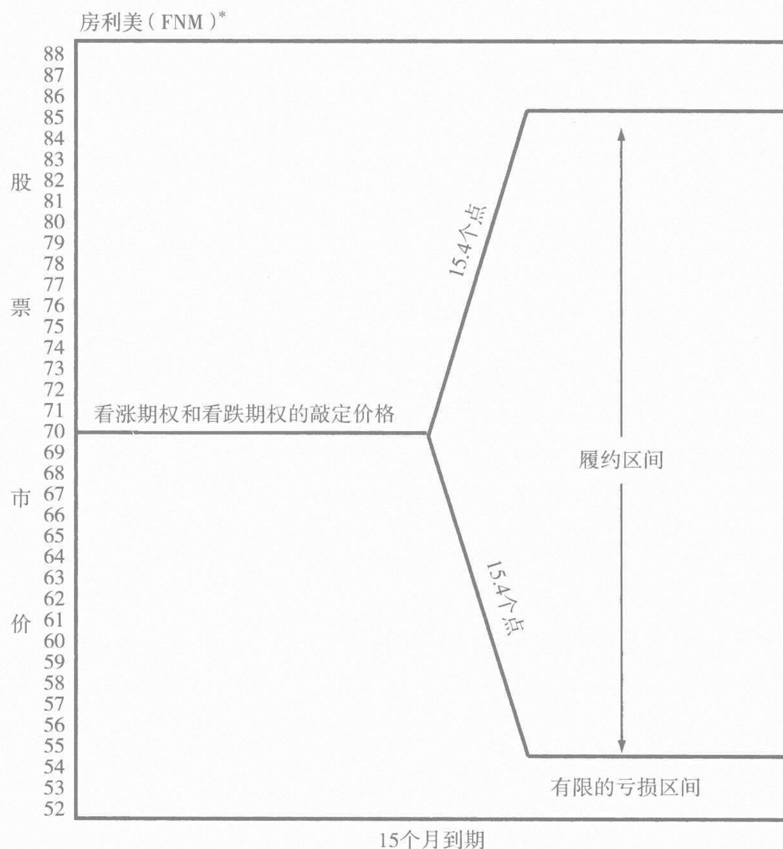


表 8-9 卖出房利美跨式期权组合对股票成本的影响 （单位：美元）

股价	6 765
卖出看涨期权的权利金	-620
卖出看跌期权的权利金	-920
净成本	5 225

这样的投资组合获利空间非常大，如图 8-3 所示。



注：* 基于 2004 年 10 月 22 日收盘价。数据来源：www. CBOE. com。

图 8-3 空头跨式套利盈亏区间

8.9.2 组合策略的最大优势：大幅度降低持股成本

拥有 18.2% 的收益率、股票成本下降到 52.25 美元，组合策略看起来颇有成效。参考各种可能结果图，像这种空头跨式套利策略仅适用于投资者希望期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权履约的情况。投资者仍有可能根据价格波动的方向来对期权头寸进行展期，例如股票价格上涨，你可以用18个月到期、敲定价格为75美元的看涨期权替代15个月到期、敲定价格为70美元的看涨期权。如果股票价格一直维持在70美元以下，则用18个月到期、敲定价格为65美元的看跌期权替代15个月到期、敲定价格为70美元的看跌期权。

用更远期的期权合约替代期限较短的合约以避免期权履约，不但延长了头寸持有时间，而且增加了盈利的可能性。空头跨式套利策略在满足以下基本前提的条件下是适合保守投资者的：愿意持有股票并愿意增持，已评估过股票的基本面符合要求，并且认为看跌期权的敲定价格（已经用卖出期权的权利金摊低）相对当前股价处于合理水平。在上文案例中，因采取了期权套利，股票价格成本下降了15.40美元，这使其成本远远低于过去一年中房利美股票价格的60～80美元这一价格波动区间。如果你购买100股该股票，并且按照表8-9中的价格卖出跨式套利期权，那么如果卖出的看跌期权最终被履约，将产生如表8-10所示结果。

表8-10　卖出看跌期权履约结果示意表　　（单位：美元）

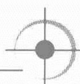
买入100股股票	6 765
卖出期权得到的权利金	-1 540
看跌期权履约，买入股票的价格	7 000
买入200股股票的总成本	12 225
每股平均价格	61.13

在下跌市场中风险有限。敲定价格为70美元的看跌期权在股票价格在每股61.13～70美元之间时履约，所获得股票价值将等于或者高于当前市场价值（不考虑交易成本）；不过如果股价跌至61.13美元以下时，情况将怎么变化？如果我们认为股价在股价波动范围的低端，假设在60美元附近，那么股价跌到这一水平之下意味着什么呢？

8.10　拯救策略

当投资者卖出空头组合或空头跨式套利，只要手中有股票与每个看涨期权一一对应，都可以看成是保守型的投资组合。这里蕴涵着两个假定：股票的基本面价值已经确定，你也乐意期权履约。在前面的例子里，我们构造了房利美公司的一个跨式套利，年化回报率达到18.2%，并且将每股股票的成本调整到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



52.25 美元。然而，如果卖出的看跌期权履约的话，那么 200 股股票（自己原持有 100 股，经期权履约而买入了 100 股）的真实成本将是 61.13 美元。

当股价下跌到 61.13 美元以下时，你将面临亏损。不过要牢记，如果你认为合理的股价波动区间是准确的，那么股价下跌应该被视为短期的——只要公司的基本面没有改变，股价在未来将会重返 61.13 美元以上。

三个有价值的拯救策略

如果有必要，投资者可以运用以下三种拯救策略之一。

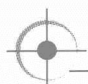
（1）卖出有保护的看涨期权。最基本的拯救策略就是卖出看涨期权。由于手中股票数量增多，卖出看涨期权将使账面亏损得到一定程度的弥补，并且期权即使履约还能创造盈利头寸。回顾之前那个例子可以发现，房利美公司的 27 个月看涨期权的权利金是 6.60 美元，这个期权是虚值为 12 点的虚值期权（参见表 8-2）。假设你的股票价格为 55 美元，成本价为 60 美元，卖出敲定价格为 65 美元的看涨期权可以收入 6 美元的权利金，转为盈利状态。卖出有保护的看涨期权可以将成本价从 61.13 美元下降至 54.13 美元。在不考虑交易成本条件下，如果履约你可以收入 1 200 美元的权利金。卖出看涨期权是一种可行的拯救策略。

（2）重复构造组合或跨式套利期权。一旦之前构造的空头头寸平仓、履约或者到期，你可以重新构造类似组合或跨式套利。如果你仍然看好这只股票的基本面价值，手中的 200 股股票成本已经下降，就可以继续卖出有保护看涨期权和无保护看跌期权，从而在不断增持股票的同时降低持股成本。这里有个假定：你愿意以下降成本继续购入更多的股票。

（3）卖出无保护看跌期权以进一步降低成本。另一个选择就是卖出看跌期权以获取更多的权利金收入。例如，你目前持有 200 股股票，愿意将持股增至 300 股。你的 200 股股票平均成本为 61.13 美元，若卖出 1 手（=100 股）敲定价格为 55 美元的看跌期权，可以获得每股 6 美元，或者总计 600 美元的权利金，就会使手中的 200 股股票成本下降到 55.13 美元。若那个看跌期权履约，总体成本价则为 59.09 美元。61.13 美元（200 股）+55.00 美元（100 股）=59.09 美元（300 股）[㊀]。

㊀ 译者认为本例计算有误，重新计算如下：
(61.13 \$ / 股 × 200 股 − 600 \$)/200 股 = 58.13 \$ / 股
(58.13 \$ / 股 × 200 股 + 55 \$ / 股 × 100 股)/300 股 = 57.09 \$ / 股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只要你对调整后的股票成本有信心，卖出看跌期权是一种很好的替代买入股票方式，也是拯救策略中很有效的方法。在房利美公司的案例中，股价历史波动范围在60～80美元区间，如果用这个区间作为平均成本的参考，那么你的成本价可以低于这个区间。

在下一章中，我们会以如何通过期权去选择合适的股票来结束全书内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 9 章

股票选择与期权合约

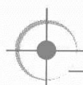
根据自己的风险偏好选择股票从来不是一件容易的事。本章我们将给保守型投资者一些选择股票的妙招。最差的选股方法是根据权利金水平的高低来选择股票。从定义上理解，权利金越高，说明面临的市场风险越高，因此权利金是反映股票市场风险的很好的指示器。我们给保守型投资者提供符合其自身风险偏好的选股标准，提供解决期权交易中复杂税收问题的指引，提供将期权作为保守型投资策略的一部分的可行之道。

当根据自己的保守型风险偏好考虑运用各种期权策略时，判断哪个策略更适合的标准是什么？本书一再强调的主题就是重点关注你的风险偏好，忠于你最初确定的投资目标、限制因素和潜在能力。

任何需要投资者改变风险偏好的期权策略都是不合适的。然而，如果你愿意和能够承受高于最初设定范围的期权风险，就应重新审视自己的风险偏好和投资前提假设。定义风险承受能力的过程应该是不断演进的过程。风险度可以通过更宽泛的范围去定义，例如，投资者的知识和经历，个人收入和资金实力，工作的变动情况，婚姻情况，孩子的出生，是否离婚，家庭成员的去世或者家庭成员健康状况的变化等，都会影响到投资者的风险承受能力。

当投资者的职业生涯发生变动和生活中出现大事时，其风险承受能力也相应变化。这是自然的，也是预料之中的事情。问题是当投资组合出现亏损时，有些投资者草率行事，甘愿冒更大的风险，风险态度从中等型或者保守型向投机型转变。在许多情况下，这样做的目的是为了尽快挽回亏损，但这是非常错误的。在选手们参与国际象棋比赛时，都会有一条明智的忠告：当丢子时，不要犯急于进攻和急于结束比赛的错误。聪明的做法是转向防御，更加谨慎，寻找各种方法保护剩余“兵力”。这同样适用于投资，尤其适用于保守型投资者。试图通过冒更大的风险去挽回亏损是非常错误的。每个投资者都会出现亏损，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当亏损时应采取的明智态度是寻找各种方法减少将来可能面临的亏损，包括通过保存实力、保证账面盈利、利用市场波动机会以及寻求能提高整体投资收益水平的各种保守型策略。通过灵活运用本书介绍的期权策略可以实现上述目标。

9.1 首先牢记自己是保守型投资者

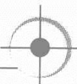
即使投资者非常了解期权及其使用，也应该不断提醒自己设定的投资目标、投资限制以及投资标准。这个市场是一个充满诱惑的市场，很多投资者来到市场之后被更加刺激的高风险、奇特的并且可能收益丰厚的投资策略所吸引，这些策略看起来时那么触手可及和受人欢迎，投资者往往会忘记理智的目标，选取上述诱人但却危险的策略。而基于基本面分析的保守型投资策略看来不怎么让人兴奋，尤其是在目前媒体充斥市场的环境。当前的媒体关注指数的变动，关注出现股价大幅波动的股票，以及市场传言和新闻，即使像盈亏报告这样的基本面新闻也是集中在市场分析师的预测与实际结果之间的差异上，而并不关注公司的长期投资价值。在华尔街进行的就是这样的游戏，没有人关注那么不能让人感到兴奋且需要研究基本面的投资策略。

目前的市场（可以说是“媒体主导型的商店”）有一系列的产品（如股票、债券、商品、各种形式的衍生品），琳琅满目。这是一个非常开放的市场，卖方都会尽全力说服买方自己卖的商品很容易赚钱。没有多少注意力被放到公司财务状况和其他财务信息的基本面分析上去。凭什么让媒体去关注资本总额或者营运资金比例的微小变化呢？报道一个盈利水平与预测水平相差达到 2 个点以上的新闻，或者股价变动达到 4 个点的新闻相对要容易得多。因此，作为保守型投资者，最难的就是要一直将自己的注意力放在自己设定的目标和标准上。亏损的概率低于市场平均水平可以说是投资者的成功，这很大程度上要依靠投资者在合适的时机作出正确的决断。

9.2 运用期权的风险和陷阱

像整个市场一样，期权也有各种各样的诱惑。投机者很容易受到诸多好处的吸引，诸如资金杠杆的使用能够加快盈利速度，本金往往能够达到三位数的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增长，这要远快于其他产品。但是他们很少关注伴随着期权使用出现的负面因素，加快盈利速度的同时也加快了亏损的速度，多头头寸的缺点，投资者难以从投机过程中获得稳定的收益。

很多保守型投资者会放弃自己的投资标准，选择更快、更容易的盈利方式。而保守型投资者的投资标准中就包含了要抵制这类诱惑。投资者必须明白，机会与风险是相伴而生的，那些能带来高收益的投资策略常常伴随着同等水平的高风险。当然，期权市场上有一些例外，保守型的投资策略的共同特点是能够提高盈利水平，保护现有头寸。

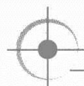
需要牢记的最主要问题就是投资者很容易失去原先的投资目标，很容易放弃原先的保守型投资策略，而让风险无限放大，滥用某些期权策略。贯穿本书，我们都在强调，投资者在选择任何投资策略前，都应该首先观察这个投资策略是否违背坚定的保守型风险态度，是否与自己事先设立的投资标准相悖。

9.2.1 风险偏好与资产分配

有些投资者认为应该用自己一定比例的资金来进行期权操作。例如，他们将 80% 的资金用来做保守型投资，用剩下的 20% 资金去做赌注，参与高风险高收益的产品。这种做法是很不可取的。这样操作的结果很可能就是失去这 20% 的资金。投资者为什么不将 100% 的资金用在高价值的股票上去呢？这样运用保守型期权投资策略来提高收益水平、保护持有的股票头寸，并且可以在市场价格过度反应时赚取收益。这样操作更可靠。你通过应用期权策略，例如替代买入策略，有保护看涨期权和卖出期权组合（包括同时卖出有保护看涨期权和无保护看跌期权，实际上，这是同时建立替代买入和替代卖出头寸）。运用这些期权不会增加投资者面临的市场风险，这些投资策略可以简单的总结为：他们能够提供持续的安全投资收益。当然，你偶尔会面临股票被迫卖掉，失去获取更高收益的机会。因此，为了弥补这个机会成本，你可以调整投资组合以获取权利金收入，这也许是一种不错的替代选择。

不过，毫无例外，这些策略（为保护投资组合同时运用买入看跌期权或卖出看涨期权）必须与长期风险态度保持一致。你的目的是赚钱，而不是漫无目的的、莽撞地参与投机，因此运用期权也要限制在一定范围之内。运用期权应能提高投资者目前股票头寸的收益，或者能够以更优的价格买入股票——买入现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在已经持有的或者其他通过初选且符合投资标准的股票。

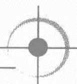
可能有些人会质疑这个观点，尤其那些没有仔细研读本书的人，这些人不了解本书所谈到的适合保守型投资者的期权投资策略，因此对于运用期权能够提高投资者收益的观点表示异议。应该说，本书的一个结论就是一些期权投资策略不但是适合保守型投资者的，而且运用这些期权投资策略可以不改变投资者当前的风险类别。例如，一只股票价格大幅飙升，远远高于正常交易区间的高位，你自然会预期短期将有回调。这时候是卖出有保护看涨期权的绝好机会。你预期股价回落，如果选择卖出的有保护看涨期权的敲定价格远远高于市场预期的水平，那么即使履约，你也能获得相当不错的股票投资收益。另外，面对当前大幅上涨的价格，基于对交易区间的清楚了解，可以买入看跌期权来保护自己的股票头寸，同样也可以保护账面盈利。同样，股价急剧下跌是买入的好机会。传统的办法是买入更多的股票，不过在市场价格下跌之后，你不能确定股价短期内会如何波动、是否会继续下跌等，因此要下决心买入股票很难。可以替代的方法就是买入看涨期权，或者更保险的办法就是卖出虚值看跌期权。不管采用哪种办法，都能使你以更低的价格买入股票，摊低股票的平均成本，而且并不增加投资者资金面临的风险。

9.2.2 运用期权降低市场风险

能够降低市场风险的期权组合就是保守型投资策略组合。其中最为常见的两个投资策略就是第 8 章中介绍的卖出期权组合或卖出跨式期权组合，这些组合即使面临股价大幅下跌，也有解救措施可以帮助投资者脱离困境。运用这些组合策略可以在相对较大的价格区间内保护股票头寸，因此投资者面临的市场风险降低了，而不是提高了。有很多投资者仅仅持有股票，而不采取其他保护措施，导致最后面临很高的风险，即使投资者的投资组合符合保守型投资组合的标准也有可能出现上面的情况。传统上，保守型投资者的长期投资回避因股价的短期波动而采取策略，而倾向于采取持有的保守型增长投资策略。不过，这也造成这类投资者平均收益率都低于 10%。据此，保守型投资组合不大可能超过市场平均收益水平，而期权的引入可以帮助保守型投资者在坚持目前风险水平的同时，持续和明显超越市场。

我们都听说过各种各样的投资系统承诺能够实现两位数甚至三位数的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



率，经验（即是“损失”）告诉我们这样的投资系统是不可靠的，想要超越市场的平均收益率没有捷径可寻。即使是运用保守型期权投资策略，也需要投资者勤奋地学习，学习操作技巧，掌握各种术语，并且要比其他投资者懂得更多。有些保守型投资者喜欢购买蓝筹股或者买入能够温和增长的共同基金。这种传统的投资办法能够使投资者获得市场的平均收益，甚至高于长期平均投资收益水平，而它并不属于投机。

9.3 选择波动率大的股票的诱惑

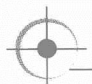
当你的保守型投资组合表现不如预期，你会怎么做？有些投资者会倾向于卖掉这些不争气的股票，去购买波动幅度大、表现更为强劲的股票，这样做的原因是投资者认为这样可以更快的赚钱，弥补过去的亏损，并且获得高于市场平均水平的收益。而事实上，这样做却放弃了投资者初始设立的保守型投资原则。投资者需要继续仔细挑选价值型股票，并且采取恰当措施保护其市值水平。这才是真正的保守型投资者应该做的。

喜欢运用期权的投资者如果选择的股票不适合保守型策略，也会让他们持有的投资组合面临危险。如果投资者选择期权完全是为了期权费收入能够使股票成本降低，那么他的思维方式就是错误的。期权的保守型应用，需要你挑选股票首先要根据股票基本面的分析比较，然后是波动率低于平均水平、未来有上涨潜力、股票的资本结构、营业收入与营业利润、市盈率水平、分红历史以及该股票的其他指标都应该符合你的保守型投资标准。然后，投资者可以运用各种适用的期权投资策略保护股票头寸，提高当期收益水平。记住，将保守型期权用到风险大、波动大的股票上是与保守型投资标准相悖。投资过程中，首要原则是用心选择股票，随后才是选择保护股票的方法。

构建潜在的投资清单

市场上优质股票向来不缺。投资者在自己的保守型投资原则指导下，很容易挑出最少 10 到 20 支愿意购买的股票。投资者可能没有能力去购买所有挑出来的股票，不过这不是问题。一旦你列出了潜在的高成长股票清单，就可以买进一些股票；如果卖出有保护看涨期权策略最终要求卖掉手中相应的股票，并不完全是一种损失。卖掉原先股票之后，你可以再去买入清单中的其他优质股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只要你保持清单中的股票基本面都非常强，就不会觉得没有好股票可买，投资者可以买入这些优质股票持有，或者买入后平仓，或者应用替代买入策略。认为市场上只有有限数量的好股票想法是不对的，事实上，好股票很多，多到投资者难以全部买下持有，因此，可以有很多灵活的选择，当一支股票被迫卖掉后，你可以再选择其他股票买入。只要股票的基本面保持强劲，买入持有的长期投资策略就非常有用，但这并不是说什么情况下都要坚持持有。期权投资策略的适当应用可能会使你被迫卖掉手中的股票，不过只要年收益率高于市场平均水平，仍可以说是成功的交易。

如果持有的股票如果不止 100 股，期权交易就会有更大的灵活度。你可以运用不同的期权组合，或只对部分股票运用期权保护，或向前和向上展期以针对持有的股票调整卖出期权组合，或卖出有保护看涨期权时构造不同到期日和敲定价格的组合，或构造更有弹性、更有趣的期权组合与空头跨式套利之类的组合等等。

9.4 设定有效的保守型投资标准

假设保守型投资者的投资框架接受了某些期权策略，有必要再问一下投资者，保守型投资组合到底是什么？定义是什么？换句话说，选股的基本标准是什么？我们已经知道根据权利金的高低来选择股票是错误的，那么到底用什么标准来选择股票呢？

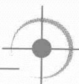
保守型选股策略的 5 大标准

保守型投资者选股有很多标准，这些标准中至少应包含以下 5 点。

(1) 营业收入与利润变动趋势。每季度以及每年的营业收入和同步的利润增长率经常是基本面分析关注的首要内容。虽然现在很多没有盈利的高科技股票很受欢迎，但对于保守型投资者而言，选择的股票首先要具备稳定增长的营业收入、优秀的成本比率控制、费用水平控制以及强劲增长的利润。

在分析这些指标的变动趋势时，要密切注意总盈利和总费用的变动。总盈利应该保持稳定，即使营业收入大幅变动。费用应该与销售保持相对稳定。当公司经营多元化或者增加了新的生产线或者营业区域有所扩大后，费用肯定会随着增长，但是费用增加与营业收入的变动比率不应该为负数。营业收入的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



加应快于费用的增加，当情况不是这样的时候，预示着存在一定问题。当销售没有增长，或者出现下降，而费用持续增长，就说明公司存在严重问题。管理完善的公司会在营业收入增长放缓的时候有效控制成本。

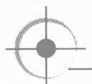
在进行财务分析的时候，首要关注营业收入、成本、费用、盈利这些基本因素。也就是说，当企业净亏损时，基本面肯定有问题。当然也有可能是一次性费用过大，造成企业出现亏损，在分析企业盈利年度变动趋势中可以将这些因素考虑进去，但是如果出现连年亏损，那么迟早会恶化企业的资本状况。亏损继续扩大是曾经有投资价值的公司达到高峰并在走下坡路的警示信号。

（2）资本和营运资金状况。投资者最容易忽视的、影响企业竞争能力的因素就是企业的相对资本实力。如果企业依靠不断增加长期债务来维持增长，就意味着未来的盈利不得不用来还债，剩下的比较少的资金用来发展公司业务和分红。因此，资本总额的负增长对于保守型投资者而言是个警告信号。判断企业财务健康状况的另一个方法就是跟踪企业的营运资金。营运资金的变动可能非常小，但是可假以时日，可以判断趋势，可以判断企业是否能够通过合理的发展规划以及正确的营运资金管理实现周期性增长。这些指标的变化是长期资本变动趋势改变的早期警示信号。

乍一看企业的营业资金可能很健康，但是实际情况可能大不一样。例如，企业每年的流动比率都保持在2:1（流动资产除以流动负债）的高比率，但是销售在不断下降，每年净亏损很大。这是什么原因呢？仔细研究后，可能发现企业一直在增加长期负债（这部分负债未在流动比率中反映），作为维持其营运资本比率的手段。现在很多投资者只看营运资金，却不看长期负债的变动趋势，其实后者是非常重要的，而且事实证明，在销售和利润持续下降的时候，长期负债是影响资产负债表的重要因素。最终，不断增长的长期负债会影响到企业的财务健康状况，因此投资者不但要关注流动比率，同时要关注资本方面的变动趋势。

（3）市盈率变动趋势。市盈率是一个令人困惑的指标，它是一个包含技术面（价格）和基本面（收益）的复杂指标，虽然它只是一个数值，但是问题在于价格是目前的市场价格，而收益却是过去几个月的收益情况。因此，分析市盈率最好是观察其过去一段时间内的变动趋势。当市盈率不断提高，可能市场过于看好未来的成长预期。比较市盈率更流行的方法是将季度末的股价比上季末的每股收益，然后观察每个季度末的市盈率数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



历史数据证明，低市盈率的股票表现往往强于高市盈率的股票。但是，根据定义来看，高市盈率的股票表示市场更看好这支股票。因此，这个技术和基本面混合而成的指标可以用来观察市场的关注焦点。当市盈率开始升至股票历史变动区间上方时，预示着股价上涨速度可能高于未来企业的真实增长。因为市盈率是未来盈利的反映，市盈率越高，投资者越应该考虑股票是否具有长期的投资价值。

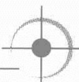
另一个影响市盈率的因素是企业盈利报告中的一次性调整。如果每股收益（EPS）包含非主营业务的收入（见后面的第（4）点）或者一次性的特殊调整，就很可能影响到市盈率的准确性和可靠性，投资者需要调整报告中的收益，然后才能得到比较可靠的市盈率值进行趋势分析。

（4）以主营业务收入为基础的分析。对财务报告进行的必要的调整造成了基本面分析结论的差异。例如，如果当前的净盈利包括了出售一块业务和其他资产带来的收益，或者来自会计方法的变更带来的收益，或者包含养老金投资收益等，这些收入都应在分析时减掉。如果向员工发放了股票期权，但是当年的费用中没有将这部分考虑为费用，那么这部分期权的价值要在报告的收入中减掉。很多情况下，主营业务收入的调整能够非常显著地影响投资者的基本面分析结果，从而影响投资者对某具体企业以及进行企业间比较的结果。进行主营业务收入调整的目的就在于确认主营业务收入更具可比性，以便企业不同时期或者在企业之间进行有效比较。

如果投资者不进行主营业务收入的调整，那么基本面的各项指标可能也会变得不可靠。例如，市盈率需要用股价与每股收益相比较，如果每股收益不准确的话，就直接影响到市盈率也会不准确。一个解决的办法就是调整主营业务带来的每股收益，用这个数字去计算市盈率。核心市盈率比率已经成为判断企业长期增长趋势的重要指标。

（5）分红历史与再投资计划。分红历史情况以及当前的收益情况都是非常重要的指标。例如，我们在比较不同的期权投资策略时曾经提到，股息收益率在选择股票时能起到举足轻重的作用，在考虑了股息收益率后，比较的结果就会有很大不同。如果你想要持续得到分红，那就应该选择过去 10 年里，每个季度的分红持续提高的一类股票，从中挑选最具投资价值的股票；如果你想把自己的投资组合限定在拥有 DRIP（股息再投资计划）的企业股票中，从而实现分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



红收入的复合型增长，大幅增加长期价值，你可以发现符合这类要求的股票有很多，这也是缩小候选股票范围的好方法。

以上列出的 5 点仅仅是一个起点，是你进行基本面分析至少要关注的指标。在你自己的保守型分析项目中，可能还会包含其他其认为有用的指标分析，包括在资产负债表以及损益表基础上计算出来的一系列比率指标、管理方面的指标或者基本面和技术面趋势性的组合指标等。例如，要判断一个企业运行是否安全，基本面最重要，但同时投资者也要看其技术面上的波动率以及隐含波动率的变动（包括股票和期权的价格及成交量变动趋势）。

9.5 持续透析股票的基本面

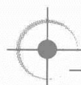
投资者总是倾向于认为具有投资价值的股票非常难找。然而，这种混乱源于试图定义市场价值。有些投资者认为他们买进股票后股价就应立即翻倍，因此，即使是保守型投资者可能最终也会追逐短期利润，并认为所谓的“价值”型股票难以常常碰到，这是因为“价值”是根据股价翻倍来定义的。

在真正的保守型投资标准之下，有质量的投资应该定义为资本充足、管理完善、盈利能力优秀、极具竞争力的公司，且这类公司的股票一直以来表现强劲且很稳定，其基本面和技术面上的风险都适合保守型投资者。运用这个定义，市场上有不少有价值的股票。认为卖出有保护看涨期权而导致增加失去好股票的风险，这个观点有个前提，那就是这支股票很特殊，一旦失去，很难被其他股票替代。但是事实上，有价值股票比比皆是，投资者按照基本面的指标可以找到不少这类股票。投资者可能在投资之前已经找到了很多这样的股票，而且很可能找到的股票多到不能一一买进持有，这么多的可选股票给投资者很大的自由度，卖掉一支股票并不一定就是损失，只要投资者的组合能持续获得当前收入，并坚持保守型标准，那么卖掉一支股票就没有造成真正的机会损失问题。投资者可以用其他股票来替代被卖掉的这支股票。

区分：风险标准与“品牌忠诚度”

投资者如何设定自己的长期投资目标会影响到投资组合的投资与管理。投资者第二个倾向是对所持的股票还容易受到品牌忠诚度方面的影响，对不同品牌的喜恶没有与投资的标准保持一致。例如，有些投资者讨厌沃尔玛、微软或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者哈里伯顿，因此他们从来不会考虑买入这些公司的股票；有些投资者则对一些品牌例如国际商业机器有限公司（IBM）、西尔斯（Sears）或柯达（Kodak）非常忠诚。这些喜恶常常不是基于对公司的基本面分析作出的，而完全是由于个人、社会或者政治原因造成的。为了保持投资者理智地对待投资，建议投资者不购买自己喜爱或者讨厌的公司股票，以免个人喜恶影响了判断。如果投资者对于公司的管理、政策、政治倾向以及社会影响都能够中立看待，才能作出客观的买卖、持有决定。例如，投资者曾经有个小卖店，但是由于马路对面同时开了一家沃尔玛分店，小卖店就此倒闭，那么这位投资者肯定很难对沃尔玛的股票投资价值作出客观的评估。相反，投资者因为自己使用柯达产品非常满意，而不能客观分析柯达在数码相机市场的竞争能力。

既然市场上有大量优质的股票可以投资，那么将选股范围限制在投资者能够客观评判的范围内更好。在选择股票以及运用期权策略的过程中，投资者不用因个人对公司的喜恶而艰难选择，而是要做大量的基本面研究。

一旦投资者选定一些符合基本面要求、符合保守型投资标准的股票，就应该将他们明确地分成两个层次：一类买入股票持有，一类可以应用期权。持有或是卖出股票，要看基本面指标以及一些趋势性变化。一些股票可能特别适合运用期权策略，但不意味着它仍然适合投资者的投资组合。只要基于财务信息和资本实力，而不是基于期权价值的技术性变化，其风险因素发生变化，而且风险因素的变动显得非常明显与准确，就应该立刻卖掉股票。

要明确的第二层次是期权的应用。适用保守型投资组合的期权投资策略只有为数不多的几个。你一旦确定使用标准，就应避免诱惑偏离标准，偏离保守型应用，这一点非常重要。回顾本书，你的标准应该包括以下几点。

（1）只对已经持有或想要持有的股票运用期权。

（2）只有在愿意接受最终履约的情况下，才卖出看涨期权。

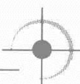
（3）只有当你愿意买入更多股票的情况下才能卖出看跌期权。

（4）卖出期权收到的权利金年收益率至少等于或高于最低年化收益率（在本书使用的案例中，最低为10%）。

（5）在以下三种情况下可以买入期权持有：①保护目前账面盈利；②利用异常、短暂的市场机会；③摊低股票均价。

（6）买入看涨期权常被作为替代买入股票的方式，但是仅仅当标的股票是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



你愿意购买时，这种观点才成立；买入看涨期权的策略也是运用资金杠杆锁定多个股票的敲定价格的一种方法。

（7）当看涨期权有保护，并且对于卖出期权组合或者卖出跨式期权组合的各个可能结果都已经衡量过，且符合投资者的保守型投资标准，才能卖出期权组合或跨式期权组合。

9.6 期权交易中税收的重要性

即使投资者对投资组合中期权运用作出了清楚的界定，也会因为税收方面的问题而面临极其复杂的情况，税收是期权策略应用过程中最为麻烦的一个问题。每个投资者都希望税收更加简化，可是联邦税务系统改革之后，期权交易中面临的税收规则却愈加复杂了。

看起来简单的期权策略，例如卖出跨式期权组合，都可能会导致复杂的税收问题。至少当跨式组合的第二条“腿”对冲平仓后，亏损可能需要递延到未来的财务年度。

税收方面的 5 条建议

比亏损递延更严重的是导致履约股票的长期纳税地位的损失。以下是一些值得记住的税收准则。

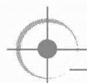
（1）卖出有保护看涨期权须为虚值期权，这样可以避免因卖出实值看涨期权带来的复杂问题。另外，卖出虚值期权也非常符合保守型投资策略。

（2）仅在有结转亏损的情况下，接受长期资本利得的亏损。大多数投资者不愿意为了巨额的长期资本利得换取更高的短期税率。除非你有大量的结转亏损需要消化，此时你最大化地运用期权策略，并接受短期收益，同时利用部分结存亏损抵扣。

（3）要了解税收规定如何影响组合策略，尤其是卖出的跨式期权组合。本书讨论了在维持保守型投资偏好的同时，为使投资者收益最大化而运用各种期权头寸的可能性。然而，投资者必须清楚各种期权策略会受到什么样的税收影响。

（4）牢记期权展期也有可能改变纳税状态。如果投资者一开始卖出的是虚值有保护看涨期权，向前展望推迟到期而变成了实值期权，就会引起标的股票的长期纳税地位的损失。在开立新头寸的时候，要了解导致税率提高的可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（5）在进行交易之前，与税收方面的专家核实一下。期权的税收规定非常复杂，有些情况下，还存在不确定性。例如，反跨式套利的税收规定就非常模糊，以致在应用时可能更模糊不清。在进行交易之前，投资者和投资者的税务顾问要了解这些规则，并且了解交易结果可能带来的税收。

9.7　运用期权的波动率评估股票

税收规则绝对是个让投资者投资组合复杂化的问题。单此一项就可能打消了投资者运用期权进行交易的念头。不过，提前了解税收结果会帮助投资者更好地了解如何进行期权操作。对于大多数投资者而言，管理市场风险，通常以波动率衡量，才是更加紧迫的问题。

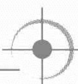
大多数投资者都知道，作为一种技术性指标，波动率的变化可能意味着风险的变化。权利金的高波动率是个警告信号。虽然高于平均水平的权利金（主要由于隐含波动率较高导致）很有吸引力，但是它也同时告诉投资者买这些具有高权利金的标的股票会面临较高风险，这与投资者的保守型投资标准相冲突。

买入高波动率的股票，然后卖出有保护看涨期权，能够带来超高的收益，这个策略很具有吸引力。最大的陷阱是开始交易时，还是保守型投资者；交易结束后，却持有与保守型不相匹配的股票组合。如果投资者选择股票的时候不是根据基本面指标，而是根据权利金的高低买入，很容易跳进这类陷阱。投资者不用偏离保守型投资策略也能达到较高的收益水平。针对基本面良好的股票可以卖出长期股票期权（LEAPS）。针对保守型股票应用期权获得16%的年收益率，好于针对高波动率股票卖出有保护看涨期权获取32%的收益率。将潜在收益与平均收益率相比较，而不是与高风险、高波动的股票带来的收益进行比较，这才是关键。

波动率——先行指标

期权波动率的变化可能预示着一个公司的基本面发生了一些问题。这些问题可能是短期的，也可能是长期的。例如，当前季度的收益可能低于预期，这将会带来短暂波动。不过从长期和整体上看，公司的基本面没有变化。另一种情形是公司可能已经过了“最风光”的时候，开始走下坡路，竞争力下降，财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



务实力有细微的变化。例如，如果公司负债率增加至一定的百分比，就可能意示公司基本面发生了变化。这将最终影响到公司的分红情况，损害流动资本。及早发现这些问题有助于及时决策。期权波动率并不总是先行指标，但它可以是先行指标。因此，如果期权波动率突然发生变化，那么投资者应该检查股票的基本面是否发生变动，审视公司最近的新闻或者收益报告，寻找可以确认公司财务状况和其他情况发生变化的蛛丝马迹。

运用公司基本面指标去判断是否购买入股票，这种办法是众多投资者所偏爱的起始步骤。期权应该可以视为一个备选策略，可以强化投资策略保守性；期权提供代替直接买入股票的另一种选择，期权或者可让投资者无须抛售股票而保护或兑现股票账面盈利。

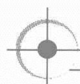
期权波动率可以帮助投资者协调运用基本面分析和技术分析。波动率高低提供了潜在的确认信息，甚至即将发生变化的信号。投资者除了回顾基本面，还可运用各种技术分析手段，结合基本面分析来判断趋势。技术面波动率和基本面波动率是密切联系的。例如，公司报告显示其营业收入和利润在一段时间内保持持续增长，那么投资者可以观察到其股价也会在较窄的区间范围内逐渐上涨。当与市场趋势相比，波动区间变宽或者不稳定，通常表明其基本面存在类似的波动。

了解了这一点，投资者在进行基本面分析的同时，只需分析有限的几个技术指标。这几个指标包括权利金的波动率和股票交易趋势区间，以及股票价格的支撑位和阻力位。通过比较基本面和技术指标，可以提高整体投资规划水平，与仅借助于几个有限的基本面指标相比，通常会得到更优的投资效果。

财务报告与当前股价趋势之间的时间差限制了基本面分析的应用范围，因为季度报告和年度报告在公布时就已经滞后了，用这些报告的内容很难判断当前股价的走势。然而，投资者经常会看到股价波动率的趋势发生变动，可能预示着公司的财务状况发生了一定的变化，正如当期利润表对技术指标产生了直接影响。

把期权波动率作为基本面分析的辅助工具经常奏效，尤其是在研究特定公司时，期权波动率非常适合用做辅助分析的技术指标。期权本身没有基本面，这就是为什么仅对精挑细选的股票使用期权的原因。通过运用期权，保守型投资者的投资组合总体收益率得到保护或者提高，而且关键的是在运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



期权时不改变投资者的风险偏好。投资者想要使用期权而不增加投资组合的风险，那么就应该只用那些能够保护投资组合的期权策略，或者使用不增加市场风险、却可以带来权利金收入的期权策略。在大量的各种期权策略中，适用的期权策略有限，事实上也应如此。经验欠缺的投资者面临亏损时会非常吃惊，但明智的投资者清楚，亏损不可避免时，减少亏损的概率就是取得成功的关键。期权能够帮助投资者实现这个目标，同时也能够提高保守型投资组合的整体收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



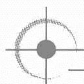
附录

期权交易策略

以下是本书所介绍的期权交易策略小结。

1. 买入看涨期权
   a. 作为纯粹的投机头寸
   b. 利用股价下跌机会
   c. 作为替代买入股票的一种方式
2. 买入看跌期权
   a. 作为纯粹的投机头寸
   b. 利用股价上涨的机会（保护账面盈利）
   c. 作为替代卖出股票的一种方式
3. 无保护看涨期权
   a. 高度投机性的头寸，风险无限大
   b. 作为比率卖出期权策略的一部分
4. 无保护看跌期权
   a. 作为替代买入股票的一种方式
   b. 作为拯救策略的一部分
5. 看跌期权保护（买入看跌期权以保护当前持有股票的盈利）
6. 替代买入策略
   a. 买入看涨期权作为买入股票的备选方案
   b. 卖出看跌期权收取权利金，同时作为替代买入策略
   c. 买入敲定价格较高的有保护看涨期权，卖出期限更短的看涨期权
7. 展期策略
   a. 向前展期，推迟到期日，并收取权利金
   b. 将卖出的看涨期权向前展期，提高敲定价格，以推迟或避免履约，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



且提高潜在的履约价格

c. 将卖出的看跌期权向前和向下展期，以推迟或避免履约，并且调低潜在的履约价格

d. 向后展期，用一个更快到期的期权替换当前的期权头寸

8. 比率卖出期权

a. 构造部分有保护的头寸，承担一定程度的风险

b. 买入高虚值看涨期权以弥补卖出期权风险，以便消除全部风险

9. 拯救策略

a. 卖出看跌期权收取权利金，如果履约，也能降低持股的平均成本

b. 有保护看涨期权可以减少账面亏损

c. 卖出看跌期权的双向组合，若履约，则转为有保护看涨期权

10. 强制履约（使用有保护看涨期权有意履约）

11. 套利策略

a. 多头套利，高风险，需要足够大的价格波动幅度

b. 空头套利，没有保护头寸的情况下，高风险

c. 包含有保护看涨期权和未保护看跌期权的空头套利——假定基本面标准和假设的条件得到满足，该策略风险很小

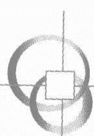
12. 跨式套利策略

a. 多头套利，高风险，需要足够大的价格波动幅度

b. 无保护头寸的空头跨式套利——风险极高

c. 包含有保护看涨期权和无保护看跌期权的空头跨式套利——这是适合保守型投资者的投资策略，能够获取高于平均水平的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



词 汇 表

年化回报率（annualized basis）：一种计算期权投资回报率的方法，调整为假设开立期权头寸一年后的回报率。

平值（at the money）：期权的敲定价格等于标的股票的现价。

平均值摊低（average down）：一种降低持有股票平均成本的方法，这是拯救策略（rescue strategy）的一部分。它通过以现价买入股票以降低股票的总体成本，因此，利用期权投资策略能够获得净收益。

看涨期权（call）：一种期权合约，它赋予期权买方以一种权利，但不是义务，买方可在合约到期日以敲定价格买进 100 股标的股票。如果期权买方行权，那么期权的卖方有义务以敲定价格将 100 股标的股票出售给期权买方。

买入平仓交易（closing purchase transaction）：以市价（或权利金）买入以对冲空头头寸。

卖出平仓交易（closing sale transaction）：以现价（或权利金）卖出以对冲多头头寸。

组合（combination）：标的股票相同，其他项目（敲定价格、到期日或者看涨期权与看跌期权）不同的任意期权合约组合的期权投资策略。

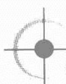
主营业务收入（core earnings）：只与公司主营业务相关的包括收益、成本和费用在内的收入，但不包括一切非主营业务、额外的或者其他临时性的收入。

有保护看涨期权（covered call）：一种期权交易策略，就买进的每 100 股股票卖出 1 手看涨期权。之所以认为这是一种保守投资策略，是因为它能在获得额外收入的同时降低了市场风险。

市价（current market value）：当交易刚完成时，买方愿意支付的或者卖方愿意接受的股票或者期权的价格。

深度实值或虚值（deep in or out）：期权高于或者低于平值 5 个点的情形。当市价高于敲定价格时，看涨期权为实值；当市价低于敲定价格时，看跌期权为实值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



贴水（discount）：成本的减少或者价格下降，通过卖出期权降低股票成本。

股息收益率（dividend yield）：持有股票所得股息的收益，计算方法是用年股息除以股票的市价（当前收益）或者股票的成本价格。

下跌保护（downside protection）：通过买入看跌期权或者卖出有保护看涨期权来保护多头头寸。

履约（行权）（exercise）：按照看涨期权合约的条款买入股票，或者按照看跌期权合约的条款卖出股票。不管股票的市价如何，都将以期权的敲定价格执行。

到期日（expiration）：期权合约作废（无价值）的那一天。

基本面波动率（fundamental volatility）：在不同时期，公司的运营结果稳定或者不稳定的相对变化趋势，公司运营收益越不稳定，基本面波动率就越高。

隐含波动率（implied volatility）：预期的期权未来价格，测算因素包括股票当前价格，与敲定价格的价差，距离到期日的剩余时间，股价波动率和期权的交易量。

实值（in the money）：股票市场价格高于看涨期权的敲定价格，或者低于看跌期权的敲定价格。

内涵价值（intrinsic value）：期权价格中的实值部分（如果期权是实值的话）。如果期权是平值或者虚值，则无内涵价值。

杠杆（leverage）：一种利用给定数量的资金控制更多资金的投资策略。例如，一个包含期权合约的替代买入计划就是一种杠杆的形式，因为它锁定了买入价格，但是期权买方有权利选择未来是行权还是不行权。

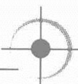
上市期权（listed option）：一种面向公众在交易所内交易的期权，其通常期限是8个月或者不到8个月。

锁定价格（lock-in price）：期权的敲定价格，它是期权履约时的买入或者卖出价格。

多头头寸（long position）：在股票或期权中，开始的交易方向是开仓买入，以后是卖出平仓的头寸。

长期股票期权（Long-term Equity Anticipation Securities（LEAPS））：一种合约期限长达36个月的期权，与之相对应，传统的上市期权合约的期限为8个月或者不到8个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



裸露期权（naked position）：任何无股票保护的卖出看涨期权。一个裸露期权是一个空头头寸，期权卖方对于所卖出的期权并没有持有相对应的 100 股股票。

开仓买入交易（opening purchase transaction）：以当前价格或者权利金买入而开立多头头寸的指令。

开仓卖出交易（opening sale transaction）：以当前价格或者权利金卖出而开立空头头寸的指令。

期权（option）：一种无形的看涨期权或者看跌期权合约，它赋予买方一定权利、赋予卖方一定义务。期权买方通过支付权利金而获得相应权利。看涨期权的买方有权利在将来指定日期，以指定的敲定价格买入 100 股股票。看跌期权的买方有权利在将来指定日期，以指定的敲定价格卖出 100 股股票。期权卖方在获得权利金的同时也就承担了某种义务。当看涨期权的买方履行看涨期权合约（从期权的卖方买入股票）的时候，看涨期权的卖方有义务在将来指定日期，以指定的敲定价格卖出 100 股股票。当看跌期权的买方履行看跌期权合约（卖出股票给期权的卖方），看跌期权的卖方有义务在将来指定日期，以指定的敲定价格买入股票。在所有情况下，期权具体依附于某支具体股票而存在，而不能相反。

虚值（out of the money）：股票价格低于看涨期权的敲定价格或者高于看跌期权的敲定价格。

权利金（premium）：期权的当前价值，当开立期权头寸时，由期权买方支付，或者期权卖方获得。

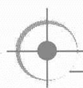
看跌期权（put）：一种给予买方在到期日，按约定的敲定价格卖出 100 股标的股票的权利（但不是义务）的合约。对于看跌期权的卖方来说，该合约代表了一种义务，即如果该期权买方行权，就必须从期权的买方那里按约定的敲定价格买进 100 股的股票。

拯救策略（rescue strategy）：一种为了弥补股票价值下降的期权策略。这种策略利用期权的收益去摊低股票平均成本或者弥补股票的账面损失。

比率卖出期权（ratio write）：有保护看涨期权的变化策略，对应于每 100 支股票，不是卖出 1 手而是一定数量的看涨期权。

履约回报（return if exercised）：卖出期权的总体回报是以期权的履约为基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



础，并且以年化回报表示。

到期回报（return if unchanged）：卖出期权的回报是以期权的到期为基础，并且以年化回报表示。

向下展期（roll down）：用更低敲定价格的卖出看跌期权替换原来更高敲定价格的卖出看跌期权。

向前展期（roll forward）：敲定价格相同，但是用更晚到期日的卖出看涨期权或看跌期权取代原来的卖出看涨期权或看跌期权。

向前、向上/向下展期（roll forward and up/down）：为避免现有期权履约，而采取的替换策略，这种策略往往会产生净收入。向上展期，将现有的卖出看涨期权平仓，同时卖出敲定价格更高、到期日更晚的看涨期权；向下展期，将现有的卖出看跌期权平仓，同时卖出敲定价格更低、到期日更晚的看跌期权。

向上展期（roll up）：用更高敲定价格的看涨期权替换原来更低敲定价格的卖出看涨期权。

空头头寸（short position）：在股票或期权中，开始的交易方向是开仓卖出，以后是买入平仓的头寸。

投机（speculation）：一种投资态度，愿意接受较高的风险换取超额的短期利润（或者承受较大的短期损失）。投机者通常对股票的长期增值不感兴趣，或者不愿意长期持有股票。

套利（spread）：一种交易策略。它指的是用不同的敲定价格，或者不同的到期日，或者两者均不同，买入或卖出同一种股票。

跨式套利（straddle）：一种交易策略。买入（多头跨式套利）或者卖出（空头跨式套利）相同数量、相同敲定价格、相同到期日的看涨期权和看跌期权。

敲定价格（strike price）：期权履约的价格，不管标的股票的当前价格是多少。

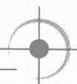
支撑位（support level）：买卖双方都认可的可能的最低价格或价格区间。

条款（terms）：总的来说，每一个期权合约的条款和定义包括期权的类型——看涨期权或者看跌期权、到期日、敲定价格和标的股票。

时间价值（time value）：期权的权利金，等于虚值期权的价值，和超出内涵价值的那部分价值。

总回报（total return）：从期权投资中获得的综合回报，包括期权权利金、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资本收益、股息收益和交易成本的净收益。

无保护期权（uncovered option）：看涨期权的卖方并不持有对应于卖出 1 手看涨期权的 100 股标的股票，看跌期权的卖方也是如此。

标的股票（underlying stock）：期权买卖所对应的股票。

波动率（volatility）：一种风险衡量尺度，指的是股票价格或者期权权利金的变动幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Options

全球NO.1的期权图书作者倾力打造

迈克尔 C.托姆塞特的《保守型投资者的期权交易策略》，讲述了经常被投资者忽视的重要问题，并提醒保守型投资者注意。本书一定会使你大开眼界！

——马蒂·科尔尼（Marty Kearney），芝加哥期权交易所期权研究所

迈克尔 C.托姆塞特为保守型投资者如何利用某些期权交易策略的优点做了一项了不起的工作。他告诉投资者如何利用期权产生收入、保护所持有的股票，甚至作为替代持有股票的一种方式。每一位思想开明的保守型投资者都应该阅读这本书。

——劳伦斯 G.麦克米伦（Lawrence G.McMillan），麦克米伦分析公司总裁，《期权策略周刊》（*The Options Strategist newsletter*）的出版商，畅销书《期权是一种战略投资》（*Options as a Strategic Investment*）的作者

本书适用于勤奋的投资者，也完全适合于波动的市场。迈克尔 C.托姆塞特通俗易懂地讲述了如何保守地使用期权，也着重强调了获得良好回报的基本条件，并提供了真实的案例。

——盖伊·科恩（Guy Cohen），畅销书《期权交易策略的圣经》（*The Bible of Options Strategies*）的作者，轻松期权网站（www.optioneasy.com）的创始人

FT Press
FINANCIAL TIMES
www.ftpress.com | An imprint of Pearson Education



图书上架建议 金融／投资
封面无防伪标均为盗版
ISBN 978-7-111-26502-3

地 址：北京市百万庄大街22号 邮政编码：100037
联系电话：(010)68326294 网址：http://www.cmpbook.com(机工门户网)
(010)68993821 E-mail:cmp@cmpbook.com
购书热线：(010)88379639 (010)88379641 (010)88379643

定价：38.00元

